

-mercadoria, que é a mesma coisa, embora baseada no costume mais do que na lei?». Sendo assim, então não poderá falar-se de dois tipos de moeda, mas apenas de 'moeda interna', perante a qual o *efeito Pigou* não se verifica.

H. G. Johnson alega ainda, em favor da sua tese, que a moeda criada pelo sistema bancário é a que verdadeiramente conta nas economias modernas, nas quais a moeda é emitida contra a dívida privada ou contra a dívida governamental. Daí a sua conclusão de que o razoável, se se quer elaborar uma teoria monetária que seja útil, é raciocinar com base num modelo apenas com *moeda interna*. E se interpretarmos a teoria keynesiana do emprego como aplicável a um mundo de moeda interna, então ela fica «livre das culpas que lhe imputou Pigou e que Patinkin e outros elaboraram»<sup>(99)</sup>.

Este propósito de Harry Johnson — porventura realista — afasta-se, porém, claramente, do modelo teórico exposto por Keynes na *General Theory*, o qual admite — como salienta D. Patinkin<sup>(100)</sup> — a existência de dois tipos de moeda. Poderia, portanto, entender-se que o debate deveria encerrar-se concluindo de modo favorável ao ponto de vista neo-clássico: a) a introdução do *real-balance effect* na função da procura de bens assegura que o modelo económico de concorrência perfeita possui sempre uma única posição de equilíbrio, caracterizada, por definição, pelo pleno emprego da força de trabalho; b) o equilíbrio com desemprego é possível — tanto no modelo clássico como no modelo keynesiano — apenas quando se admitir a rigidez dos salários nominais à baixa, mesmo nas condições de desemprego.

<sup>(99)</sup> Cfr. H. G. JOHNSON, [4], 28/29.

<sup>(100)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [2], 635.

A verdade é que o debate tem sido enriquecido com novas abordagens. Com efeito, alguns autores têm-se orientado no sentido de demonstrar que a teoria keynesiana, especialmente a teoria do desemprego involuntário, deve analisar-se no plano da dinâmica e não da estática <sup>(101)</sup>.

A divergência fundamental entre a teoria «clássica» e a teoria keynesiana do emprego não deveria colocar-se no plano da estática, isto é, no que se refere à existência da solução de equilíbrio do modelo de concorrência e suas características, mas sim no plano dinâmico da *estabilidade* desse equilíbrio. Neste sentido, invoca-se mesmo uma passagem da *General Theory*, atrás referida (*supra*, nota 91), em que se fala da incapacidade da política de salários flexíveis e da política monetária de intervenção no mercado aberto para *manter* uma situação de pleno emprego.

Pois bem, diz-se. Ao contrário do que se passa com o esquema clássico, em que o desemprego é encarado como um fenómeno estático e dependente da rigidez dos salários monetários, o *desemprego involuntário* apresenta-se como «um fenómeno de dinâmica económica», não dependente da rigidez dos salários, no quadro do modelo keynesiano configurado como um modelo em que a economia é entendida como «a economia do *desequilíbrio* com desemprego» <sup>(102)</sup>.

O desemprego involuntário em sentido keynesiano manifestar-se-ia sempre que a economia se encontrasse numa situação de *desequilíbrio*, apesar de os trabalhadores estarem dispostos a trabalhar por um salário inferior ao vigente no mercado. Tal situação seria possível dada a

<sup>(101)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [2], 635 e R. W. CLOWER, [2].

<sup>(102)</sup> «Unemployment *disequilibrium*», na expressão de D. PATINKIN, [2], 337-340.

necessidade de esperar algum tempo para que os mecanismos do mercado, ainda que complementados pela política monetária, consigam restabelecer o equilíbrio de pleno emprego sempre que esta situação de equilíbrio se tenha rompido. Nesse intervalo de tempo mais ou menos longo, um número maior ou menor de trabalhadores ver-se-ia involuntariamente em situação de desemprego, apesar das sucessivas baixas dos salários nominais.

Embora as conclusões de Patinkin acabem por infirmar as teses keynesianas, este é, sem dúvida, um novo caminho aberto à discussão do problema.

Uma outra pista é a que resulta de uma interpretação como a apresentada por Antonio Pesenti<sup>(103)</sup>: um sistema económico concorrencial com salários flexíveis não só não garante a realização do pleno emprego da força de trabalho como, ao invés, se apresenta completamente instável e com tendência para alimentar processos inflacionistas (ou deflacionistas) infundáveis. As economias capitalistas só manteriam uma razoável estabilidade porque o mercado de trabalho não é de concorrência perfeita e os trabalhadores se opõem à redução dos salários monetários.

Colocada a questão nesta perspectiva, a rigidez dos salários ganhará um significado diferente na teoria keynesiana em confronto com o que assume na teoria clássica. Nos termos desta última, a rigidez dos salários à baixa impede o funcionamento dos mecanismos de reequilíbrio automático da economia e é, por isso, considerada a causa do desemprego (*desemprego voluntário*, precisamente porque resulta da recusa dos trabalhadores a aceitar a redução dos salários monetários).

---

(103) Cf. A. PESENTI, 494.

No quadro da teoria keynesiana, a rigidez dos salários à baixa elimina a instabilidade do sistema de concorrência e assegura a realização de uma posição de equilíbrio, embora esta não se caracterize pelo pleno emprego dos recursos produtivos (o desemprego que entretanto se verifica é, claramente, *desemprego involuntário*, no sentido acima referido). Nestas condições, se os trabalhadores aceitassem a redução progressiva dos salários monetários enquanto houvesse desempregados, nem por isso se conseguiria reduzir o desemprego, mas provocava-se um imparável processo deflacionista que poderia conduzir ao caos económico (104).

Esta interpretação de Antonio Pesenti pode encontrar apoio directo — segundo pensamos — na *General Theory*, quando Keynes analisa as tendências psicológicas e as circunstâncias do mundo moderno susceptíveis de explicar o facto de «uma das propriedades essenciais do sistema económico em que vivemos [consistir] em não ser violentamente instável, embora esteja sujeito, no que se refere à produção e ao emprego, a flutuações severas» (105).

(104) Poderá mesmo dizer-se que, na lógica keynesiana, a partir de uma situação de *desemprego keynesiano*, a diminuição dos salários reais, ao reduzir o poder de compra dos trabalhadores, acentuará a deficiência da procura efectiva, agravando desse modo o problema do desemprego. As situações de *desemprego keynesiano* aconselharão, pois, a adopção de medidas tendentes a aumentar a taxa de salário real. Cfr. J. TREVITHICK, [1], 71.

(105) Keynes sustenta, na verdade, que o capitalismo «parece apto a permanecer durante um tempo considerável num estado de actividade cronicamente inferior à normal, sem que se verifique uma tendência marcada para o relançamento da economia ou para o afundamento completo. Além disso — continua Keynes — é nítido que o pleno emprego ou mesmo uma situação próxima do pleno emprego é raro e efémero. As flutuações podem amortecer-se bruscamente, mas parece que elas se amortecem antes de terem tomado uma amplitude extrema;

8.2.2. — De qualquer modo, mesmo os autores que reconhecem, nos termos apontados, os efeitos estimulantes da baixa dos salários e dos preços corporizados no *real-balance effect*, não deixam de reconhecer também certos efeitos desfavoráveis da deflação, os quais se admite possam anular por completo aqueles outros. Invocam-se essencialmente dois efeitos negativos da deflação, do ponto de vista da sua repercussão sobre a procura efectiva: o efeito-expectativas (*expectations effect*) e o efeito-redistribuição (*negative redistribution effect*)<sup>(106)</sup>.

a) O efeito-expectativas traduz-se em que, perante um movimento de baixa dos preços, se as pessoas esperam que os preços vão continuar a baixar, adiarão as suas compras para beneficiarem mais tarde de preços inferiores. Desta reacção resultará, pois, não um aumento da procura global

e a nossa sorte normal consiste numa situação intermédia que não é nem desesperada nem satisfatória».

Pois bem. Entre os factores que apresenta para explicar este carácter cíclico do funcionamento das economias capitalistas e a sua natureza não violentamente instável Keynes refere o facto de, perante uma variação do volume do emprego, os salários nominais variarem no mesmo sentido, mas sem que haja uma grande desproporção entre as duas variações. Isto é, «as variações moderadas do emprego não andariam associadas a variações muito consideráveis dos salários nominais. Esta é uma condição da estabilidade dos preços, mais do que da estabilidade do emprego», escreve Keynes. E explica porquê: «se a concorrência entre os trabalhadores sem emprego conduzisse sempre a uma forte redução dos salários nominais, o nível dos preços apresentar-se-ia violentamente instável. Mais. Poderia não haver nenhuma posição de equilíbrio estável a não ser nas condições compatíveis com o pleno emprego, porque poderia dar-se o caso de a unidade de salário ter que baixar sem cessar até que a abundância de moeda contada em unidades de salário fosse bastante para, pela sua acção sobre a taxa de juro, restabelecer um nível de pleno emprego. Em nenhum outro ponto poderia haver equilíbrio duradouro». Cfr. J. M. KEYNES, [1], 249-254.

<sup>(106)</sup> Cfr. R. GORDON, 160.

porque os preços baixaram, mas uma diminuição da procura, contrariando e — porventura — mais que compensando o estímulo resultante do *efeito Pigou* (a um nível suficientemente baixo dos preços admite-se que o *real-balance effect* possa sobrepor-se ao *expectations effect*).

b) O *efeito-redistribuição* reside, por sua vez, nas consequências sobre a procura global resultantes da redistribuição do rendimento operada pela deflação. Pode dizer-se, desde logo, que são os ricos quem mais ganha com o aumento da riqueza resultante do *real-balance effect*. E os ricos têm uma propensão marginal ao consumo (muito) baixa, pelo que irão gastar em bens e serviços apenas uma pequena parte do aumento do valor real dos seus encaixes monetários provocado pela baixa dos preços.

Por outro lado, a deflação opera uma redistribuição do rendimento dos devedores para os credores. As obrigações dos primeiros em moeda mantêm-se estáveis, mas os seus rendimentos monetários vão-se reduzindo com a deflação. E pode dar-se o caso de uma pessoa, que tinha de pagar mensalmente encargos de 100 (escudos, *v. g.*), quando o seu rendimento era de 500, e que vê o seu rendimento reduzido, por força da deflação, a 100. Ficará então sem qualquer rendimento disponível para as despesas de consumo corrente. As despesas de consumo baixam, portanto. E nem sequer poderá esperar-se que esta baixa seja compensada pelo aumento das despesas por parte dos credores beneficiados com esta redistribuição negativa. Em regra, poderá admitir-se que só uma pequena parte do acréscimo do rendimento dos credores irá ser gasta em bens de consumo. Normalmente, estaremos perante situações em que será muito baixa a propensão marginal ao consumo.

Acresce que entre os devedores estão por certo muitas empresas que se financiaram mediante o recurso ao crédito. Ora a baixa dos preços não lhes abre perspectivas favoráveis para o futuro e pode mesmo reduzir as suas receitas a tal ponto que elas se vejam impossibilitadas de satisfazer os compromissos assumidos. É a falência<sup>(107)</sup>. Esta significa que para os credores se vai transmitir um valor inferior ao do seu crédito. Significa ainda o desemprego e a ausência (ou a baixa acentuada) de rendimentos para os desempregados e suas famílias. Pode significar um processo de falências em cadeia... A procura global pode, pois, diminuir progressivamente, apesar da contínua baixa dos preços e dos efeitos favoráveis a ela eventualmente associados. Muitos autores admitem que tal se tenha verificado durante a Grande Depressão: para além de outros factores que possam explicar a queda das despesas reais autónomas, o *negative redistribution effect* que acabamos de enunciar terá mais que compensado os resultados favoráveis do *efeito Keynes* e do *efeito Pigou*.

Mas se assim é, então a teoria keynesiana do desemprego involuntário mantém toda a sua validade, mesmo que salários e preços sejam perfeitamente flexíveis.

---

(107) Saliente-se que Keynes se refere expressamente a este efeito negativo no que concerne às empresas. Ele põe em relevo não só o facto de a deflação afectar negativamente a capacidade financeira das empresas, colocando-as em risco de falência (como resultado do agravamento dos encargos reais das suas dívidas), mas também o facto de o agravamento dos encargos reais da dívida pública obrigar a um aumento da carga fiscal, tudo contribuindo para provocar nos meios empresariais um profundo enfraquecimento da confiança. Cfr. J. M. KEYNES, [1], 264/265.

### 9. — A contra-revolução monetarista e a teoria do emprego: o desemprego entendido como desemprego voluntário.

9. — Esclarecido o significado e alcance das propostas keynesianas no que toca à teoria do emprego, procuraremos agora dar uma síntese da reacção monetarista.

9.1. — Como já se deixou entender, os monetaristas sustentam que as variações conjunturais do nível de desemprego nas actuais economias capitalistas são explicáveis fundamentalmente em termos microeconómicos, através das variações da procura voluntária de emprego (trabalho) e de lazer (não trabalho) por parte dos trabalhadores e não através das variações da oferta de postos de trabalho por parte das empresas.

Do que fica dito pode também concluir-se que a noção de *desemprego temporário* («search unemployment», na expressão utilizada pelos adeptos da *expectations approach*) é uma noção importante no quadro das concepções monetaristas acerca das variações conjunturais do nível do desemprego. Com tal noção pretende-se designar o conjunto de trabalhadores que deixaram (ou perderam) um emprego e se encontram à procura de outro emprego («searching for a better job»).

Para caracterizar esta noção de *search unemployment* fazem os seus defensores o seguinte raciocínio (*search theory*)<sup>(108)</sup>. Os mercados de trabalho caracterizam-se por uma informação incompleta e imperfeita, pelo que os trabalhadores não conhecem em nenhum momento todos os postos de trabalho disponíveis, condições de trabalho e

(108) Cfr. G. J. STIGLER.



níveis de remuneração de cada um deles. É de admitir, por isso, que o(s) primeiro(s) emprego(s), embora aceitáveis, não sejam os desejados por parte de cada trabalhador. É, pois, razoável e racional que as pessoas se vão informando por todos os meios (junto de serviços oficiais, de agências privadas, dos serviços de pessoal das empresas, através dos anúncios publicados nos meios de comunicação, etc.) para melhor poderem procurar um novo emprego.

E como esta procura de emprego só será eficaz se feita o tempo inteiro, conclui-se que o tempo de procura de emprego é tempo de desemprego, que tem um custo (o tempo gasto e outras despesas) e um benefício (as vantagens salariais e outras do novo emprego que se espera conseguir). O *search unemployment* seria, portanto, um *investimento em tempo* (cujo custo marginal é diminuído pela existência dos subsídios de desemprego) efectuado *voluntariamente* pelos trabalhadores que procuram melhorar os seus rendimentos futuros.

Dentro da lógica monetarista, este 'investimento' melhorará, pois, o bem-estar dos que o fazem, mas contribuirá também para aumentar a produtividade de toda a economia, uma vez que do processo acima descrito resultará a transferência das pessoas para empregos onde são mais produtivas. Só assim se justificaria que recebessem no novo emprego um salário mais elevado, uma vez que a taxa do salário de cada trabalhador tende, de acordo com os cânones marginalistas, a igualar-se à taxa da sua produtividade marginal. Para evitar que esta lógica seja perturbada pela existência dos subsídios de desemprego (que podem contribuir para que se dilate demasiado o tempo de procura), haveria que adoptar medidas capazes de reduzir o custo da mobilidade da mão-de-obra e de melhorar os esquemas de circulação da informação.

Perante o que fica dito, compreende-se que os monetaristas sustentem que os trabalhadores em situação de desemprego temporário, embora incluídos nas estatísticas do desemprego, não devem considerar-se verdadeiros desempregados. Na sua lógica, se 20% da população activa mudar de emprego ao longo do ano e se for de três meses, em média, o tempo de espera até obter um novo emprego, as estatísticas apontarão para uma taxa média anual de desemprego de 5%. Esta taxa aumentará para 10% se admitirmos que o tempo de procura de emprego aumenta de três para seis meses, aumento que poderá ocorrer quer porque uma depressão na economia torna mais difícil encontrar um novo emprego, quer porque a melhoria das regalias sociais oferecidas aos desempregados permite que estes possam esperar mais tempo até encontrarem um novo emprego mais do seu agrado.

Estas situações, porém, não representariam verdadeiro desemprego (resultante da deficiente criação de empregos por parte da economia), antes reflectiriam um maior grau de mobilidade dos trabalhadores e as suas opções no que se refere à procura de emprego (trabalho) ou de lazer (não trabalho).

Por isso, a análise microeconómica da procura de emprego — desenvolvida a partir dos trabalhos orientados por Edmund Phelps sobre os fundamentos microeconómicos da teoria do emprego e da inflação<sup>(109)</sup> — tem sido aplicada à explicação da tese «clássica» agora reassumida, segundo a qual a situação de pleno emprego (ou a taxa natural de desemprego) é definida pela igualdade entre a oferta e a procura de mão-de-obra, situação que per-

(109) Cfr. E. S. PHELPS, [3].

mite aos empregadores maximizar os seus lucros e aos trabalhadores assalariados maximizar a sua utilidade.

Vejam os como. A análise parte do princípio de que um trabalhador assalariado pode escolher livremente entre aceitar uma redução do seu salário e deixar o seu actual emprego. Colocado nesta situação, se ele pensar que a baixa do salário real não é geral e que ele pode encontrar trabalho em outras empresas à anterior taxa de salário, escolherá a segunda alternativa e lança-se numa actividade de procura de emprego. E, de acordo com a teoria microeconómica do emprego, a procura de emprego e não tanto o ócio — embora naquela possa haver uma considerável componente de ócio — é que é considerada como a actividade principal cujo valor marginal determina o preço de manutenção do emprego.

A duração da procura de emprego por parte de um trabalhador assalariado dependeria do seu custo e do benefício que espera extrair dela. O custo por unidade de tempo suplementar de procura de emprego é constituído pelo melhor salário que ele poderia ter recebido durante esse tempo e cresce com a duração da procura, se se admitir que o trabalhador tem oportunidade de obter condições de remuneração cada vez mais favoráveis à medida que o tempo de procura aumenta. O benefício esperado de uma unidade de tempo suplementar de procura de emprego é a diferença entre o salário mais elevado oferecido num momento dado e o que é oferecido em um momento anterior, benefício que diminui com o aumento do tempo de procura se se admitir que o trabalhador tem cada vez menos oportunidade de encontrar melhores condições. A duração para a qual se espera um *benefício marginal* igual ao *custo marginal* poderá considerar-se a *duração óptima da procura de emprego*.

De acordo com a tese que vimos expondo, cada trabalhador determinaria livremente a duração da sua procura de emprego e maximizaria a sua utilidade independentemente dos outros. Como o desemprego global compatível com o equilíbrio entre a oferta e a procura de emprego depende, para um número dado de trabalhadores desempregados, da duração média da procura de emprego, o desemprego seria sempre *desemprego voluntário*, como para os neo-clássicos <sup>(110)</sup>.

Nesta óptica, o desemprego é voluntário mesmo nos casos em que os trabalhadores estão desempregados por razões independentes da sua vontade, uma vez que eles podem determinar livremente o tempo de procura de um novo emprego, e que a eles cabe decidir entre procurar e não procurar um novo emprego. Se o não procuram, isso significa, para os monetaristas, que preferem o lazer ao rendimento real que poderiam receber se trabalhassem <sup>(111)</sup>.

<sup>(110)</sup> Entre os que consideram que todos os desempregados são *desempregados voluntários* distingue S. KOLM, [1], 105, quatro perspectivas, conforme entendem que o desempregado é: a) alguém que escolhe trabalhar na busca de um emprego; b) alguém que prefere trabalhar directamente para si (em casa, v. g.); c) alguém que, tendo sido despedido, aceitara este risco no seu 'contrato implícito' de emprego a longo prazo, a troco de um salário mais elevado enquanto durar o emprego; d) alguém que prefere o lazer ao trabalho.

<sup>(111)</sup> Um dos teóricos do *desemprego voluntário* vai mesmo ao ponto de afirmar que os despedimentos são um 'véu' cuja aparência é enganadora. Implicitamente — defende A. L. Alchian, *apud* J. R. SHACKLETON, 7 —, os trabalhadores que são despedidos perdem o emprego por rejeitarem a opção que lhes seria oferecida de continuarem a trabalhar por um salário mais baixo. Antecipando a objecção de que estas situações são muito raras na prática, Alchian alega que tal acontece porque a experiência ensinou aos empregadores que não teriam êxito quaisquer propostas e negociações com esse objectivo...

Se fosse caso para fazer ironia, talvez pudessemos dizer que M. Friedman quase sugere que só estarão empregados os trabalhadores que não

Estamos assim reconduzidos às concepções pré-keynesianas que identificavam a parte substancial do desem-

se comportarem racionalmente. Na verdade, ele defende que nos EUA «muitas pessoas podem ter, estando desempregadas, um rendimento em termos reais tão grande como o que poderiam ter estando empregadas». Sendo assim, se «o desemprego é uma situação com muitos atractivos», como M. Friedman declarava em 1976, compreender-se-á que os trabalhadores *optem* por estar desempregados... E compreender-se-á também que o estado não se preocupe em remediar as situações de desemprego, consideradas como uma espécie de epidemia de «preguiça contagiosa» (nas palavras mordazes de F. MODIGLIANI, [3], 6), antes devendo deixar correr, para «respeitar a livre escolha das pessoas» (como insinua a ironia azeda de S. KOLM, [1], 106).

Os dados estatísticos disponíveis não parecem claros na confirmação da tese neoliberal segundo a qual os (elevados) subsídios de desemprego contribuem para aumentar o desemprego. Angus MADISON (especialmente 284 ss.) esforça-se mesmo por mostrar que as despesas públicas de bem-estar mais generosas a partir da 2.ª Guerra Mundial não provocaram o aumento da taxa natural de desemprego, nem nos EUA nem na Grã-Bretanha. No caso dos EUA, a taxa média de desemprego foi de 4,8% entre 1948 e 1971, mas foi de 6,8% entre 1869 e 1892 (o período melhor dos tempos do *laissez-faire*) e de 10% entre 1893 e 1916 (o 3.º melhor período dos tempos do estado liberal). No caso da Grã-Bretanha, a taxa média de desemprego foi de 4,9% entre 1880 e 1903 (o 2.º melhor período dos tempos liberais), tendo-se ficado pelos 2,8% entre 1948 e 1971.

C. V. BROWN, 95, não vai além da afirmação de que a maior parte dos dados recentes (embora não todos) sugerem que subsídios de desemprego mais elevados prolongam o desemprego.

Por nossa parte, cremos que a razão está com os que levam a sério o *desemprego involuntário*, dados os seus elevados e dramáticos custos sociais. Por um lado, a situação de desemprego não pode considerar-se equivalente ao ócio ou a férias pagas. Nos EUA, *v. g.*, o subsídio de desemprego cobre apenas cerca de 40% do salário perdido e só cerca de 1/3 dos desempregados o recebem (cfr. A. BLINDER, 132). Por outro lado, segundo estudos realizados no âmbito do Congresso dos EUA, por cada 1% de aumento do número de desempregados por período superior a cinco anos, registam-se aumentos de 4,1% nos suicídios; de 5,7% nos homicídios; de 4,3% no número de homens internados pela primeira vez em hospitais psiquiátricos; de 4,0% no número de presos (cfr. SHERMAN/EVANS, 246).

Por várias razões, e também por estas, cremos — ao contrário de R. LUCAS, [6] — que cometem «um sério erro estratégico» os que,

prego como *desemprego voluntário*, no sentido acima referido de que a existência de trabalhadores não empregados significa que, perante uma situação de salários reais demasiado elevados, os trabalhadores não aceitam uma redução do salário real suficiente para que a sua remuneração iguale a produtividade marginal do seu trabalho e os empregadores tenham interesse em os contratar. Por outras palavras: quem não tiver emprego poderá sempre encontrar um posto de trabalho, se aceitar um salário mais baixo que o corrente. Se o não aceitar é porque prefere continuar sem emprego, optando por procurar um novo emprego (*voluntary searching for a better job*) <sup>(112)</sup>.

como ele, se comprazem na elaboração de modelos de mercados do trabalho que tratam o desemprego como lazer. Subscrevemos a crítica de A. BLINDER, 132: «escapa-me a base científica para elaborar modelos de mercados do trabalho continuamente equilibrados. (...) É difícil, pelo menos para mim, olhar para o que se tem passado neste país [EUA] — para já não falar na Europa — desde 1974 e ver mercados do trabalho equilibrados».

<sup>(112)</sup> A esta ideia de que, se não *optar* por não procurar um novo emprego (ou por não trabalhar), o trabalhador que perde o seu emprego sempre encontrará um posto de trabalho em um qualquer ponto da economia reagem os críticos da tese do *desemprego voluntário*. Por exemplo, A. BLINDER, 131: «Na óptica de Lucas, uma pessoa despedida de um emprego pode, presumivelmente, engraxar sapatos numa estação de caminho de ferro ou vender maçãs numa esquina».

Recusando as teses do *desemprego voluntário*, segundo as quais — em síntese sua — «as pessoas que têm a vaga impressão de estar no desemprego estão de facto em férias voluntárias», Robert Solow acusa os seus defensores de se limitarem «a assumir como postulados o que deveriam esforçar-se por demonstrar» e de «não terem feito nenhum esforço sério para verificar [a sua] hipótese central», segundo a qual, com base num suposto *processo voluntário de substituição intemporal*, tais trabalhadores fariam agora as férias na previsão de poderem obter mais tarde um trabalho melhor remunerado, por pensarem — bem ou mal — que os salários reais actuais são excepcionalmente baixos em comparação com o valor actualizado das remunerações que esperam obter nos futuros empregos disponíveis no mercado de trabalho (cfr. R. Solow, 7-10).

Vale a pena insistir na ideia, já atrás afluída, de que o desemprego, assim entendido, seria não apenas *voluntário*, mas também *eficiente*: o 'investimento em tempo' na procura de um novo emprego traria resultados positivos não só para o próprio trabalhador mas também para a economia em geral.

Isto porque o *search unemployment* resultaria das diferenças inter-sectoriais de produtividade (e, conseqüentemente, de salários). Tais diferenças provocariam o abandono voluntário dos sectores menos produtivos (e com salários mais baixos) por parte dos trabalhadores que assim se colocariam na situação de desempregados temporários, dedicando o seu tempo à procura de um emprego melhor (em sector mais produtivo) e com salário mais elevado.

Esta opção dos trabalhadores pelo *desemprego temporário* só deixaria de se verificar quando a produtividade (e o salário) do último trabalhador que continua no(s) sector(es) menos produtivo(s) for igual à produtividade (e ao salário) do último trabalhador que conseguiu emprego em sector(es) mais produtivo(s).

Ao promover a transferência dos trabalhadores de sectores menos produtivos para outros mais produtivos, este tipo de desemprego seria, pois, desemprego *eficiente*, propiciador de um aumento do produto (do bem-estar material) e, por isso, do salário <sup>(113)</sup>.

(113) Ao contrário do que pressupõe o raciocínio exposto no texto, cremos que a experiência da vida ensina que os trabalhadores, em regra, só se despedem *depois* de terem garantido um emprego melhor e que, nos sectores menos produtivos, são em regra as empresas, perante as dificuldades da sua própria sobrevivência, que tomam a iniciativa de *despedir* os seus trabalhadores, contra a vontade destes. O *search unemployment* representará, pois, uma ínfima percentagem do desemprego.

A *search theory* é também posta em causa pelo facto de, em períodos de aumento do desemprego, se registar o aumento dos *despedimentos*

9.2. — Segundo os monetaristas, o aumento da taxa média de desemprego que se tem verificado nos últimos anos explicar-se-ia como consequência do aumento da taxa natural de desemprego e não como consequência de quaisquer modificações tecnológicas ou estruturais da actividade económica que se traduzissem numa insuficiente criação de empregos.

Na verdade, os conselheiros económicos de Truman consideravam *natural* (= pleno emprego) uma taxa de desemprego entre 1,5% e 2,5%; os de Eisenhower apontaram como tal uma taxa de 2,5% a 3,5%; os de Nixon referiram uma taxa entre 4,5% e 5,5%; em 1982, a administração Reagan considerou a taxa de 6,5% como nível de pleno emprego; em 1986, tendia-se para aceitar como tal, nos EUA, uma taxa à volta dos 7%<sup>(114)</sup>. Para os monetaristas, este aumento da taxa natural de desemprego explicar-se-ia, ao menos no contexto da economia e da sociedade americanas, em virtude de factores inerentes à evolução demográfica e às condições do mercado de trabalho<sup>(115)</sup>, os quais teriam sido suficientemente influentes

---

por iniciativa do empregador e não o aumento dos *pedidos de rescisão* do contrato de trabalho por parte dos trabalhadores.

Por outro lado, o ponto de vista exposto no texto dificilmente se harmoniza com o facto observado da persistência, no tempo e no espaço, de diferenças salariais inter-sectoriais. É correcto, por isso, o comentário de A. BLINDER, 131/132: «Of course, that efficiency wage models can be built does not imply that they describe reality».

<sup>(114)</sup> Cfr. SHERMAN/EVANS, 245 e A. BLINDER, 132.

<sup>(115)</sup> Cfr., v. g., M. FRIEDMAN, [33], 15. Para uma crítica às concepções monetaristas sobre o emprego e o desemprego, cfr., entre outros, J. TOBIN, [8] e [11]; R. SOLOW; G. KOENIG; G. STANDING. A. P. THIRLWALL, [2]; F. MODIGLIANI, [3], especialmente pp. 6-8; Para além das reservas que levanta, em geral, às razões invocadas por Friedman, James Tobin sustenta, tendo em conta a realidade dos EUA, que, a partir de 1965, a evolução demográfica não pode explicar mais do que 1% do aumento do desemprego dos trabalhadores que chegam



para se sobreponem à acção de outros factores que podem ter contribuído para a baixa daquela taxa (*v. g.*, a melhoria da mobilidade dos postos de trabalho, a melhor informação acerca dos empregos alternativos disponíveis, etc.).

De entre aqueles factores responsáveis pela alta da taxa natural de desemprego os monetaristas destacam:

a) Por um lado, a modificação da estrutura da população activa, com maior peso dos jovens, das mulheres e dos trabalhadores a tempo parcial. Estes são, em regra, grupos que entram e saem do mercado de trabalho com mais facilidade, que mudam de emprego com mais frequência, que estão menos constrangidos pela necessidade de conservar um emprego regular e permanente. Por isso mesmo, só estão dispostos a entrar ou a manter-se no mercado de trabalho se a utilidade do salário real que esperam obter for igual à desutilidade marginal que para eles significa o exercício de uma determinada actividade como trabalhadores assalariados. Daí que estes grupos sociais apresentem, normalmente, taxas de desemprego mais elevadas que a taxa média, pelo que o aumento do seu peso na população activa se traduziria em um aumento estrutural da taxa de desemprego a longo prazo <sup>(116)</sup>.

pela primeira vez ao mercado de trabalho. Tobin considera, por outro lado, que a existência de subsídios de desemprego e outras prestações da segurança social, bem como o salário mínimo garantido e outros factores do mesmo tipo, explicam apenas uma reduzida percentagem do aumento da taxa natural de desemprego e lembra que aquelas medidas constituem, historicamente, uma resposta *ex-post* ao agravamento do desemprego (cfr. J. TOBIN, [11], 26).

<sup>(116)</sup> Há, no entanto, quem invoque os estudos empíricos realizados para concluir exactamente ao invés: as mulheres e os jovens são estratos menos dispostos a deixar o emprego do que os homens adultos, precisamente porque estão menos seguros de encontrar outro emprego (cfr. SHERMAN/EVANS, 244/245).

b) por outro lado, o fortalecimento do 'poder monopolista' dos sindicatos, a legislação que impõe o salário mínimo, a instituição dos subsídios de desemprego e outras contribuições da segurança social em benefício dos desempregados, e/ou a sua aplicação a categorias mais amplas de trabalhadores, o aumento do seu montante e da sua duração.

Na óptica dos monetaristas, a existência destas regalias contribui, em primeiro lugar, para tornar mais atractiva a entrada no mercado de trabalho, o que terá provocado um aumento da população trabalhadora enquanto percentagem da população total, e não será alheio também às alterações da composição da população activa acima referidas. Em segundo lugar, delas resulta uma diminuição do custo relativo do lazer perante o trabalho. Isto porque as pessoas temporariamente sem emprego continuam a ver satisfeitas — durante um período de tempo mais ou menos longo — as suas necessidades básicas, o que lhes permite aguardar mais tempo sem procurar novo emprego (na expectativa de regressarem à sua anterior ocupação) e ser mais exigentes na aceitação de empregos alternativos.

Alguns autores referem ainda o facto de, nos últimos tempos, ter aumentado o número de pessoas que, em cada família, auferem rendimentos do trabalho, circunstância que viria também tornar menos dramática a situação de algum dos membros da família que porventura caia no desemprego (se continuarem a trabalhar dois, três ou mais elementos dessa mesma família, o desempregado pode demorar mais tempo e ser mais exigente na procura e aceitação de um novo emprego).

De acordo com este raciocínio, a maior mobilidade e o grau crescente de exigência dos que procuram emprego é que seriam responsáveis pelo aumento das taxas de desem-

prego. Também por esta via chegam os monetaristas à conclusão de que o desemprego seria, pois, substancialmente, *desemprego voluntário*, defendendo que, em mercados de trabalho concorrenciais, o emprego e o desemprego efectivos revelariam as verdadeiras preferências dos trabalhadores entre trabalhar e dedicar o seu tempo a usos alternativos <sup>(117)</sup>.

#### 10. — Da crítica das políticas keynesianas de pleno emprego à «morte da política económica».

10. — As críticas da tese keynesiana do *desemprego involuntário* desenvolvidas pelos monetaristas conduziram estes autores, logicamente, à crítica e à rejeição das políticas de pleno emprego inspiradas nas construções teóricas de Lord Keynes, levando os mais radicais à defesa da *neutralidade* da política económica.

10.1. — Sustentam os monetaristas que não são aptas para a criação de novos empregos as políticas activas de inspiração keynesiana, orientadas para a redução do desemprego com base no aumento da procura global conseguido através de um aumento das despesas públicas. Esta a conclusão que extraem do estudo das políticas de défice orçamental praticadas em vários países nos últimos anos, o que confirmaria a sua tese segundo a qual é impossível fazer baixar a taxa de desemprego para níveis inferiores à taxa natural de desemprego, a menos que se aceite uma aceleração contínua da inflação.

(117) Para uma crítica a esta análise, cfr. J. TOBIN, [5], 3 ss.

Sendo limitados os recursos disponíveis, tais políticas, mesmo que financiadas mediante o recurso aos empréstimos internos, limitar-se-iam a desviar recursos do sector privado para o sector público. Deste modo, os recursos utilizados na realização das despesas públicas reduziriam inevitavelmente, em termos reais, os recursos disponíveis para os demais agentes económicos (investidores e/ou consumidores) e, conseqüentemente, o volume das suas despesas. As políticas financeiras expansionistas traduzir-se-iam, ao fim e ao cabo, em efeitos muito reduzidos, nulos ou mesmo negativos sobre o volume da produção (*crowding out*).

Tais políticas seriam, pois, ineficazes, do ponto de vista da criação de novos empregos. E seriam inflacionistas, uma vez que, na óptica dos monetaristas, o aumento da procura global mediante a realização de despesas públicas adicionais só se conseguirá se elas e os défices orçamentais crescentes que elas implicam forem financiados através da criação de moeda. E esta expansão monetária não poderá deixar de provocar inflação, uma vez que o aumento da oferta de moeda não pode gerar aumentos permanentes do produto real e reduções permanentes da taxa de desemprego (eventuais variações favoráveis verificadas no curto prazo serão anuladas por alterações posteriores de sentido contrário). Mais: o aumento do emprego só se conseguirá enquanto a inflação não for correctamente antecipada, pelo que a simples manutenção do nível de emprego conseguido num período inicial só será possível à custa de uma inflação crescente, por mais elevada que seja (já) a sua taxa.

Com efeito, 'enganados' pela inflação, os trabalhadores consideram o aumento dos salários nominais como se fosse aumento dos salários reais e dispõem-se a aumentar

a oferta de força de trabalho. Esta é acompanhada pelo aumento da respectiva procura por parte dos empregadores, os quais, perante o aumento dos preços dos bens que vendem (superior ao dos salários que pagam), julgam beneficiar de uma baixa dos salários reais.

Desfeito o 'engano', porém, o nível do emprego só poderá manter-se aquém da *taxa natural de desemprego* à custa de mais inflação e de inflação crescente, resultante do aumento crescente da quantidade de moeda que o governo tem de emitir para financiar as suas políticas de pleno emprego, mantendo a *ilusão monetária* dos assalariados (estes não se apercebem de que a taxa de inflação é superior à taxa de aumento dos seus salários nominais).

Simplemente, logo que a inflação atinja um nível e um ritmo tais que ela se torne económica, social e politicamente intolerável, os governos acabarão por adoptar medidas de contenção das despesas (e da taxa de crescimento da quantidade de moeda), com vista a conter a inflação. Só que, nesta nova situação, as expectativas dos trabalhadores mantêm-se e as suas exigências de aumento dos salários nominais desenvolvem-se em conformidade com elas. Aumentando os salários nominais em maior medida que a inflação, a subida inerente dos salários reais provocará a diminuição da procura de mão-de-obra e a redução do emprego. Até que o nível de desemprego se torne, por sua vez, perigoso e intolerável a tal ponto que o governo se lance de novo numa política inflacionista de relançamento da procura global, para, por esta via, tentar provocar o aumento do volume do emprego.

Assim se explicaria que esta política de *stop and go*, apoiada em crescente e pormenorizada intervenção do estado, arrastasse consigo a instabilidade do sector privado e a ineficiência do sistema de mercado, conduzindo,

simultaneamente, a uma subida da inflação e do desemprego.

Assim se explicaria também, na óptica monetarista, que uma situação caracterizada por elevado nível de emprego não signifique necessariamente uma utilização óptima (ou mesmo uma utilização eficiente) dos recursos disponíveis. A verificação de elevado nível de emprego pode traduzir um aproveitamento sub-óptimo dos recursos, na medida em que ela pode significar apenas que se arrastam as pessoas a sacrificar a (ou uma boa parte da) sua procura natural de lazer. 'Enganadas' por uma política de aceleração crescente da inflação (que lhes cria a *ilusão* de que os salários são mais elevados do que efectivamente são, *em termos reais*), as pessoas são levadas a produzir bens e serviços aos quais atribuiriam uma utilidade menor do que a atribuída à maior disponibilidade de tempo livre, se tivessem em conta o *nível dos salários reais*. Situações deste tipo indiciariam economias 'militarizadas', ineficientes, estáticas, não orientadas para o progresso. Ao invés, a vigência de taxas (razoavelmente) elevadas de desemprego pode caracterizar economias dinâmicas e flexíveis, economias dotadas de maior mobilidade de mão-de-obra <sup>(118)</sup>.

No que se refere especificamente à análise do desemprego inspirada pela tese friedmaniana da taxa natural de desemprego, poderemos dizer, com James Tobin, que ela é «a versão contemporânea da posição clássica a que Keynes se opôs» <sup>(119)</sup>. Com efeito, ela restaura, sob nova roupagem

<sup>(118)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [33]. Alguns procuram mesmo, com este racio cínio, atacar os próprios 'fundamentos morais' das políticas keynsianas, que teriam abusado sistematicamente da boa fé das pessoas... (*apud* J. R. SHACKLETON, 9).

<sup>(119)</sup> Cfr. J. TOBIN, [8], 4. Cfr. tb. E. SHAPIRO, 5.<sup>a</sup> ed., 528.

gem terminológica, a análise neo-clássica do pleno emprego, retomando muitos dos argumentos e noções correntes nos anos vinte e trinta. Tal como o pleno emprego na análise neo-clássica, a taxa natural de desemprego corresponde ao equilíbrio alcançado no mercado de trabalho, à margem de quaisquer políticas governamentais activas, entre a oferta e a procura de força de trabalho, e define uma situação estável da qual a economia poderá afastar-se temporariamente em resultado de certas imperfeições do mercado, mas à qual regressará sempre automaticamente.

Daí também que os defensores das teses monetaristas adoptem, no que se refere à *política de emprego*, soluções que não andam muito longe das que estiveram em voga nas décadas de vinte/trinta, tendo revelado patentemente a sua inadequação à realidade económica e social da época <sup>(120)</sup>.

Na sua essência, as medidas preconizadas pelos monetaristas são aquelas que consideram adequadas para fazer baixar a taxa natural de desemprego, uma vez que, a seu ver, só por esta via poderão obter-se níveis mais elevados de emprego.

Poderemos resumi-las deste modo:

- a) remoção dos obstáculos que impedem o livre funcionamento dos mecanismos do mercado (suspensão do salário mínimo legal garantido, redução ou extinção dos subsídios de desemprego, etc.);
- b) medidas tendentes a melhorar a estrutura do mercado de trabalho e a facilitar a mobilidade geográfica e

---

<sup>(120)</sup> A síntese do pensamento neo-clássico neste domínio é feita na obra clássica de Pigou, «Theory of Unemployment» (1930), autor cujas posições eram, no entanto, bastante mais moderadas e realistas do que as dos monetaristas ortodoxos de hoje.

ocupacional dos trabalhadores, com vista a reduzir o desemprego friccional graças à diminuição do tempo médio de procura de emprego (fornecimento de informação respeitante aos postos de trabalho vagos e criação de estímulos e oportunidades para a obtenção de preparação profissional adequada ao preenchimento dos postos de trabalho abertos nos sectores da economia em expansão);

c) diminuição da desutilidade marginal do trabalho (redução dos impostos sobre os rendimentos do trabalho, para aumentar o custo do lazer e estimular a oferta de mão-de-obra); incentivos fiscais destinados a permitir (e a estimular) que os empresários absorvam este aumento da oferta de mão-de-obra. O aumento da produção que daqui resultaria seria automaticamente absorvido, nos termos da ressuscitada *lei de Say*;

d) aumento da produtividade marginal do trabalho nos sectores dos bens-salário, cujos preços determinam a utilidade dos salários para os trabalhadores. Este aumento — a conseguir pela intensificação da concorrência — permitiria aos empresários oferecer melhores salários reais, estimulando novos trabalhadores a oferecer os seus serviços. Por sua vez, este aumento da oferta de mão-de-obra faria baixar os salários reais, o que estimularia a procura de mão-de-obra pelas empresas, realizando-se o equilíbrio no mercado de trabalho a um nível mais elevado de emprego e de produção.

10.2. — Mais longe ainda vão os *monetaristas da segunda geração* («monetarists mark II», como lhes chama James Tobin), defensores da chamada *teoria das expectativas racionais*. Estes advogam um regresso integral à teoria pré-keynesiana do emprego, negando a existência do *trade-off*



phillipsiano: mesmo no curto prazo, a *Curva de Phillips* apresentar-se-ia como uma curva vertical. Nem a curto prazo, por isso mesmo, as políticas expansionistas de pleno emprego conseguiriam qualquer redução do desemprego, limitando-se a acentuar a inflação <sup>(121)</sup>.

<sup>(121)</sup> Intervindo na *Keynes Centenary Conference* (Cambridge, 1983), Samuelson é peremptório na afirmação de que «the new classical economics of rational expectations» representa «um regresso particularmente acentuado às verdades pré-keynesianas» (às verdades dos 'clássicos', no sentido que Keynes deu a esta designação), e sustenta que esta «new classical economics de Robert Lucas, Tom Sargent, Albert Barro e outros é verdadeiramente uma contra-revolução», acrescentando que «o mesmo não pode dizer-se do 'monetarismo'» (cfr. WORSWICK/TREVITHICK, 212/213). Diferente é, naturalmente, a posição dos adeptos da «Rational Expectations Revolution» (David Begg), os quais defendem que ela veio conferir ao monetarismo «uma nova respeitabilidade académica» (cfr. D. BEGG, 2).

D. LAIDLER ([1]) prefere chamar «neo-austriacos» aos adeptos da *Rational Expectations Hypothesis*, não os incluindo entre os monetaristas, diferentemente do que defendem J. TOBIN, [13] e F. HAHN.

Sem dúvida que Hayek, destacado representante da chamada 'escola austríaca', foi desde o início um dos mais decididos opositores de Keynes. E a crítica que dirige às políticas keynesianas assenta na sua concepção do mercado (dos preços) como um sistema que torna possível difundir a informação disponível pelos agentes económicos. Como os monetaristas, Hayek considera que as dificuldades experimentadas pelas economias capitalistas nas últimas décadas não devem imputar-se ao capitalismo, mas sim às políticas financeiras e monetárias adoptadas por influência das ideias de Keynes. Nomeadamente, foram as políticas de combate ao desemprego através do estímulo da procura global que conduziram à inflação, sem terem curado o desemprego (cfr. F. HAYEK, [1], [2] e [3]).

Mas, diferentemente dos 'monetaristas', Hayek e os 'austriacos' apoiam as suas teorias numa concepção individualista extrema, que os leva a negar qualquer possibilidade de se elaborarem as grandezas macroeconómicas em que se apoiam os keynesianos (consumo, investimento, rendimento nacional, índice geral dos preços, v. g.). Cada agente económico é um agente *individual*, não fazendo sentido somar-se as actividades de vários indivíduos. Sobre os diferentes fundamentos teóricos de Milton Friedman e de Friedrich Hayek, cfr. P. PASCAL-LON, [2].

Considerando a teoria das expectativas racionais como a componente fundamental da *New Classical Economics*, K. HOOVER ana-

Tomemos uma situação corrente de o governo procurar reduzir o desemprego aumentando a despesa pública. Quer os defensores da teoria das expectativas adaptativas quer os defensores da teoria das expectativas racionais entendem que tal política acabará por gerar inflação sem resolver o problema do desemprego. Só que os primeiros sustentam que os agentes económicos e o público em geral vão levar algum tempo a dar-se conta da inflação resultante da política do governo, e este 'engano' (esta 'ilusão') permitirá um certo êxito desta política a curto prazo,

lisa as diferenças, do ponto de vista teórico, entre Milton Friedman e os representantes desta chamada *New Classical School*, independentemente da questão de saber se estes últimos são monetaristas ou não. Dir-se-á que eles são 'monetaristas' na medida em que as suas propostas, no domínio da política económica, são idênticas às de Friedman. Mas, segundo Kevin Hoover, as propostas dos *new classicals* assentam numa diferente análise teórica. M. Friedman é marshalliano, na medida em que, reconhecendo a interdependência que caracteriza a economia, entende que, do ponto de vista prático, só podem obter-se resultados úteis da análise através do método marshalliano de separar os problemas, nomeadamente, numa perspectiva dinâmica, fazendo intervir na análise a distinção de Marshall entre período curto e período longo. Os *new classicals*, no entanto, são walrasianos, na medida em que se propõem analisar a economia como um conjunto interdependente, insistindo na perspectiva do *full-equilibrium*, afastando qualquer distinção entre período curto e período longo.

A generalidade dos autores que se incluem na corrente dos *New Classical Economists*, bem como alguns dos seus críticos (Tobin e Leijonhufvud, v. g.) consideram que o *monetarismo* é um dos tópicos caracterizadores da NCE, ao qual acrescentam outros dois, que são indissociáveis: *rational expectations* e *market clearing* (cfr. J. STEIN, [3], 83 e A. LEIJONHUFVUD, [3], 179. Jerome Stein entende, porém, que o pressuposto do *market clearing* não é indispensável para que se mantenha a *policy ineffectiveness proposition* como tese central da NCE).

Há boas razões, no entanto, para se sustentar que, no plano teórico e mesmo no que toca às suas principais conclusões de ordem prática, a nova macroeconomia clássica vem pôr em causa não só a macroeconomia keynesiana mas também a 'velha' macroeconomia monetarista. Cfr. J. STEIN, [3]; V. GUIDI; D. LAIDLER, [1] e [2]; G. FEIWEL, [2].

enquanto as pessoas não se dão conta do impacte da inflação. Os segundos, ao invés, defendem que os agentes económicos compreenderão *imediatamente* as consequências inflacionistas daquela política e actuarão racionalmente, incorporando as expectativas inflacionistas no seu comportamento: os preços subirão, deste modo, tão rapidamente que a política do governo não terá qualquer efeito sobre a produção e não aumentará em nada o volume do emprego, nem sequer a curto prazo.

Apresentada inicialmente (1961) por J. F. Muth, a «Rational Expectations Hypothesis» foi depois desenvolvida, a partir de 1972, pelos adeptos da *New Classical Economics*, entre os quais se destacam Robert Lucas, Thomas Sargent, Robert Barro, Edward Prescott, Herschel Grossman e Neil Wallace<sup>(122)</sup>.

Para estes autores, as expectativas seriam *inelásticas* em Keynes: os indivíduos actuariam com base na ideia de que a economia devia regressar a uma situação compatível com os valores normais das variáveis, designadamente das taxas de juro. E seriam *adaptativas* (ou *extrapolativas*) em Milton Friedman: os agentes alteram as suas expectativas em função da experiência passada (formulam, *v. g.*, as expectativas relativamente à taxa de inflação futura extrapolando a partir da média ponderada da inflação passada).

<sup>(122)</sup> Nas indicações bibliográficas referem-se alguns dos principais trabalhos — vários deles podem mesmo considerar-se 'clássicos' — de J. MUTH, R. LUCAS, Th. SARGENT, R. BARRO, H. GROSSMAN e N. WALLAGE. Sobre esta nova vaga do monetarismo e suas implicações teóricas e de política económica, podem ver-se, entre outros, F. MODIGLIANI, [3]; J. R. SHACKLETON; B. KANTOR; Ph. MONGIN; M. ZENEZINI; D. LAIDLER, [2]; S. FISCHER, [1]; S. SHEFFRIN; G. SHAW, [1]; A. SBORDONE; J.-P. FITOUSSI; ÉTRILLARD/SUREAU; C. ATTFIELD; MADDOCK/CARTER; G. CIFARELLI; A. VERCELLI.

Umás e outras seriam, porém, para os teóricos das *expectativas racionais*, meros processos empíricos *irracionais* de previsão (*non-rational* ou *naive expectations*). Mesmo as expectativas adaptativas implicariam um longo período de ajustamento, consentindo a existência de *erros sistemáticos* por parte dos agentes económicos (o que contraria o postulado da racionalidade destes). E seria assim porque, no contexto das expectativas adaptativas, os agentes não utilizariam, em cada momento, toda a informação de que dispõem, ignorando, nomeadamente, as vicissitudes da política económica (variação da massa monetária, etc.) definida em cada período. O comportamento dos agentes económicos, no quadro deste processo de formação das expectativas meramente *backward-looking*, seria, pois, um comportamento *non-utility-maximizing*, não condizente, por isso mesmo, com o comportamento do *homo oeconomicus*.

São diferentes os pressupostos em que assenta a teoria das expectativas racionais, a *New Classical Revolution* (D. Laidler):

a) Os agentes económicos são considerados *agentes racionais optimizadores*, indivíduos racionais, assumindo o comportamento típico do *homo oeconomicus*, nomeadamente no que se refere ao *utility-maximizing behaviour* (e isto não apenas no que se refere ao lucro e à utilidade, mas também no que se refere à recolha e ao processamento da informação). Assentando toda a sua construção teórica no pressuposto da existência de um *agente representativo*, os 'novos economistas clássicos' eliminam da sua análise todos os problemas de coordenação e agregação dos comportamentos individuais, nomeadamente os problemas da incerteza, dos desequilíbrios, da instabilidade dinâmica

e estrutural, que constituem as preocupações privilegiadas da macroeconomia keynesiana <sup>(123)</sup>.

b) Os agentes económicos têm interesse em adquirir e estão motivados para adquirir informação e para utilizar eficientemente, de modo a evitar cometer erros (que implicam custos), a informação (imperfeita, limitada) de que dispõem <sup>(124)</sup>.

c) Os agentes económicos não se limitam a extrapolar a partir da experiência passada: em maior ou menor

---

<sup>(123)</sup> Por isso mesmo é que os adeptos da NCE sustentam não haver lugar para Keynes depois de Lucas, exactamente porque, em sua opinião, não tem qualquer consistência a autonomia disciplinar da macroeconomia. Nas palavras de R. E. LUCAS: «Creio que os desenvolvimentos recentes mais interessantes na teoria macroeconómica podem ser descritos como a reincorporação de problemas agregados como a inflação e o ciclo económico no contexto geral da teoria 'microeconómica'. Se estes desenvolvimentos tiverem êxito, a expressão 'macroeconomia' deixará simplesmente de usar-se e o qualificativo 'micro' tornar-se-á supérfluo. Falaremos, simplesmente, como Smith, Ricardo, Marshall e Walras, de teoria económica» (apud, A. VERCELLI, 187. Para uma crítica da tese dos NEC, cfr. *ibidem*, 188 ss.).

<sup>(124)</sup> Herschel Grossman define assim o que chama *the rational expectations postulate*: «os agentes económicos privados reúnem e usam a informação eficientemente». Neste contexto, a *eficiência* significa que o montante dos recursos que os agentes privados destinam a reunir e a usar a informação é tal que o custo alternativo marginal desses recursos iguala a utilidade marginal resultante da informação (cfr. H. GROSSMAN, 10). Esta ideia de que a informação tem um custo e de que ela deve ser utilizada eficientemente (i. é, a ideia de que «rational expectations are profit maximizing expectations») é, aliás, logo afirmada no estudo pioneiro de John Muth.

R. Lucas exprime claramente o ponto de vista da *rational expectations hypothesis*: «o comportamento de cada agente económico é racional, quer no sentido convencional de óptimo, dados os objectivos e expectativas, quer no sentido de Muth, (...) segundo o qual a informação disponível é utilizada da melhor maneira na formação das expectativas». Mas os críticos da REH põem em relevo que os novos economistas clássicos não explicam como se formam essas expectativas, nem mostram qual o processo de aprendizagem através do qual os agentes económicos descobrem, adquirem e interpretam a informação (Cfr. G. FEIWEL, [2], 342 ss.).

medida, eles tomam em conta, em cada momento do processo de tomada de decisões, todas as informações disponíveis nesse momento (o comportamento dos agentes não se limita a *adaptar-se, com o tempo*, à informação recolhida, antes se adequa *imediatamente* a ela).

d) Os agentes económicos dispõem de todas as condições para compreenderem as implicações da política económica anunciada e, por isso, racionalmente, antecipam e tomam em conta os seus efeitos. Neste contexto, se, *v. g.*, as autoridades monetárias decidem aumentar a quantidade de moeda em circulação, os agentes económicos compreenderão *imediatamente* as consequências inflacionistas desta medida e comportar-se-ão tendo em conta as expectativas inflacionárias (a *ilusão monetária* desaparece inteiramente, mesmo a curto prazo, ao contrário do que acontece com a *Curva de Phillips*, que pressupõe a ocorrência da *ilusão monetária* com carácter permanente). Mais: os agentes económicos tomam em conta não só a política económica do período em curso, mas também aquela que eles pensam irá ser adoptada no futuro.

e) Os agentes económicos não cometem erros sistemáticos na previsão do futuro; os erros que possam cometer (resultantes de imperfeições na informação) não serão nunca erros sistemáticos, até porque os agentes económicos são capazes de aprender com os seus erros. Os 'agentes racionais' só cometeriam erros nas situações em que as economias concretas em que inserem a sua actividade sofram o impacte de *choques externos fortuitos*, que *surpreendam* a economia e os seus agentes, *v. g.*, choques resultantes de medidas não sistemáticas e não antecipadas de *policy surprise* ou *choques reais*, resultantes de alterações fortuitas no domínio da tecnologia, da energia ou das matérias-primas.

f) O mercado de concorrência perfeita é considerado o enquadramento institucional óptimo do sistema económico, com base na sua assumida capacidade de se auto-regular instantaneamente: eventuais vícios de funcionamento do mercado são atribuídos a perturbações externas imputadas, em última instância, a erros da política económica e à (excessiva) intervenção do estado na economia. A abordagem dos *New Classical Economists* (NCE) só não reproduz o modelo teórico das situações de concorrência perfeita porque, neste modelo, pressupõe-se que os agentes, quando iniciam a sua actividade, têm uma *informação completa (perfeita)* sobre a estrutura dos preços relativos, enquanto que, na óptica dos NCE, o que determina o comportamento dos agentes (e, portanto, a oferta e a procura) são as expectativas por eles formuladas acerca da estrutura dos preços relativos.

As duas abordagens aproximam-se, no entanto, na medida em que, de acordo com a *rational expectations approach*, os agentes económicos formulam as suas expectativas fazendo o melhor uso possível da *informação limitada (imperfeita)* de que dispõem, *como se* eles estivessem plenamente informados acerca da estrutura do mercado em que operam, de tal modo que as expectativas (subjectivas) dos agentes individuais não são inferiores às previsões (objectivas) dos modelos económicos (da teoria económica) <sup>(125)</sup>.

g) O mercado caracteriza-se pelo pressuposto (walrasiano) da perfeita flexibilidade de preços e salários, ou seja, pela variação automática de preços e salários em resposta a qualquer desajustamento da oferta e da procura. Afasta-se, pois, qualquer hipótese de *desemprego involuntário* (i. é., de um excedente de oferta de mão-de-obra relativamente à

(125) Cfr. G. FEIWEL, [2], 34 e D. LAIDLER, [2], 34.

procura à taxa de salário corrente, excedente não necessariamente absorvido pela baixa da taxa de salário no mercado), para ficar de pé apenas a hipótese de *desemprego voluntário* (assim definido com base no pressuposto de que, em algum sector da economia, há mercados em que o desempregado poderia encontrar emprego a troco de uma qualquer remuneração) <sup>(126)</sup>.

h) O facto de se tratar de um mercado permanentemente equilibrado (*continuous clearing flexible price competitive market*) significa que em todos os mercados, e em qualquer momento, o preço assegura o equilíbrio entre a oferta e a procura. Pressupondo-se que o processo de ajustamento (*tâtonnement*) não consome tempo, o equilíbrio do mercado é um equilíbrio que se realiza simultaneamente em todos os mercados (nos mercados dos bens como nos mercados dos 'factores') e em todos os momentos (*«ins-taneous and continuous market clearing*) <sup>(127)</sup>. Pressupondo-se

<sup>(126)</sup> As situações de *desemprego voluntário* são apresentadas em regra, pelos NCE, como o resultado de um *processo voluntário de substituição intertemporal* (entendimento pouco conciliável, aliás, com o facto de a maior parte dos desempregados serem, com frequência, desempregados de longa duração), como o resultado de *opção* nesse sentido por parte de quem *prefere* dedicar (*allocate*) tempo ao desemprego, ou à procura de um melhor emprego (entendimento pouco congruente com o facto observado de os trabalhadores desempregados aceitarem normalmente o primeiro emprego que lhes é oferecido), em vez de dedicarem esse tempo a quaisquer outras actividades (cfr. R. LUCAS [6], 38). O mesmo Robert Lucas salienta igualmente que as situações, de desemprego voluntário podem reflectir a existência de *imperfeições de mercado* que se traduzem na desigual (assimétrica) distribuição da informação, aceitando a intervenção do estado para corrigir estas 'imperfeições' ou para indemnizar os desempregados. Cfr. A. BLINDER, 131 e P. SALMON, 17.

<sup>(127)</sup> Com base neste pressuposto (a situação de equilíbrio que se admite verificar-se na economia em todos os momentos), os adeptos da teoria das expectativas racionais negam qualquer relevo à distinção entre curto prazo e longo prazo, afastando-se assim não só dos keyne-



a perfeita flexibilidade de todos os preços e a ausência de imperfeições ou rigidezes que prejudiquem o livre jogo da oferta e da procura, admite-se que todas as transacções

sianos, que relevam a análise de curto prazo, mas também dos monetaristas friedmanianos, que privilegiam o longo prazo. Thomas Sargent (*apud* G. FEIWEL, [2], 348): «uma das virtudes de modelos como o de Lucas é de que eles não envolvem conceitos vagos como 'curto prazo' e 'longo prazo'».

Na recusa da validade do pressuposto enunciado assenta uma boa parte das críticas à teoria das expectativas racionais, invocando as razões implícitas na afirmação de Morgenstern de que «não há caminho que leve de Walras à realidade» (*apud* ÉTRILLARD/SUREAU, 18).

James Tobin classifica expressamente a NCE de «construção intelectualmente engenhosa que não descreve as sociedades em que vivemos», apoiada em «pressupostos *ad hoc* para os quais não oferece quaisquer apoios empíricos», a qual pode ser «seriamente avançada apenas por pessoas com uma fé ilimitada nos seus próprios modelos abstractos e com amnésia histórica» (*apud* R. LUCAS, [5], 563 e G. FEIWEL, [2], 357). E Solow utiliza a ironia para atacar o pressuposto do *market clearing* («an article of faith», como lhe chama F. Hahn): «A mim parece-me que os teóricos do equilíbrio dizem: o mundo *deve* ser como o modelo walrasiano porque é este o modelo que nós temos. Os que estão mais apegados à realidade parece dizerem: o mundo não é como o modelo walrasiano, mas talvez a semelhança pudesse tornar-se mais estreita. Há progressos reais. Eu gostaria de apelar ainda para um pouco mais de imaginação: o mundo pode ter as suas razões para ser não-walrasiano» (*apud* G. FEIWEL, [2], 355).

O paralelismo é flagrante. Os críticos da NCE retomam, perante ela, a crítica que Keynes dirigira, meio século antes, às «unreal assumptions» dos defensores do *laissez-faire*. Segundo Keynes, estes economistas «escolheram a hipótese de que partem (...) porque ela é a mais simples e não porque ela é a mais próxima dos factos». «A elegância e simplicidade de tal teoria — continua Keynes — são tão grandes que é fácil esquecer que ela decorre não da realidade dos factos mas de uma hipótese incompleta introduzida por razões de simplicidade» (cfr. J. M. KEYNES, «The End of Laissez-Faire», *CW*, vol. IX, 282 e 284).

Este tipo de crítica ergue-se hoje em vários tons contra a NCE. David Laidler imputa frontalmente aos adeptos desta corrente o facto de as suas propostas significarem a imposição da tese da capacidade das economias de mercado para resolver os problemas da disseminação da informação e da coordenação de decisões «não como hipóteses para questionar e investigar, mas como pressupostos axiomáticos», e a proclamação do princípio da coerência da actividade económica coordena-

entre os agentes económicos se efectuam a preços de equilíbrio, correspondendo o *pleno emprego* de todos os factores à posição *natural* de equilíbrio.

Ao modelo neoclássico (Marshall, *v. g.*) era estranha a ideia de que os preços são sempre preços de *market clearing*: mais realisticamente, admitiam-se desequilíbrios ocasionais do sistema económico e processos de ajustamento mediante os quais se podia restabelecer um equilíbrio de

nada pelo mercado, confinando o papel da ciência económica a «descrever a natureza de uma coerência que se presume existir». E Laidler conclui: «Se a popularidade da economia keynesiana nos anos que se seguiram à Depressão foi, como Lucas terá dito à *Newsweek* (4FEV85, p. 60), baseada em necessidades políticas, não na verdade económica, então (...) a actual popularidade da NCE reflecte a sua compatibilidade com a ideologia da Nova Direita» (cfr. D. LAIDLER, [2], 51).

Robert Lucas defende, no plano metodológico, a modelística da NCE: «Uma das funções da economia teórica — escreve ele — é a de proporcionar sistemas económicos artificiais susceptíveis de ser usados como laboratórios em que possam testar-se a um custo menor políticas que seria proibitivamente custoso experimentar nas economias concretas. Para desempenhar bem esta função, é essencial que o 'modelo' artificial de economia seja diferenciado tão profundamente quanto possível das economias concretas. (...) A insistência no 'realismo' de um modelo económico subverte a sua utilidade potencial para pensar acerca da realidade. Qualquer modelo que seja suficientemente bem articulado para dar respostas claras às questões que se lhe colocam será necessariamente artificial, abstracto, notoriamente 'não-real' — conclui R. LUCAS, [6], 271.

Mas a crítica a esta posição metodológica é igualmente incisiva. George Feiwel, *v. g.*, acusa os adeptos da NCE de serem muitas vezes «impacientes e intolerantes para com os que têm em conta as complexidades do mundo e que criticam os NCE por não atenderem a tais complexidades e por brincarem com 'bonecos' simplísticos». «O seu ponto forte — escreve G. FEIWEL, [2], 353-358 — reside na economia do equilíbrio, e, como tal, alguns deles têm pouco ou nenhum interesse pelas realidades que os cercam, e não devem ter quaisquer preocupações ou motivações autênticas de política macro» (...), deixando-se seduzir por «sofisticadas técnicas matemáticas e estatísticas e por tecnologias de computador».

Como crítica às posições metodológicas da NCE, cfr. *supra* notas 33 e 35 e também G. CIFARELLI, G. TRAVAGLINI e A. BLINDER.

pleno emprego dos factores produtivos. Nas propostas da NCE, porém, o modelo walrasiano de equilíbrio geral é assumido como o paradigma no quadro do qual se analisam e interpretam os problemas fundamentais de uma economia monetária em condições de incerteza <sup>(128)</sup>.

Assim sendo, é claro que as expectativas erradas acerca do comportamento futuro dos preços — que explicam, como vimos, o afastamento temporário da posição de equilíbrio definida pela taxa natural de desemprego —, embora não podendo evitar-se, seriam meramente fortuitas e efêmeras. Na verdade, a própria continuidade na execução das políticas de inspiração keynesiana vai permitir aos agentes económicos acumular uma experiência que lhes permitirá não continuarem a ser 'enganados' de forma sistemática. Mesmo as políticas que porventura funcionem bem no curto prazo passarão a funcionar cada vez pior à medida que vão sendo repetidamente aplicadas. O estado ver-se-á forçado a aceitar uma inflação cada vez maior como contrapartida das medidas adoptadas para tentar combater o desemprego, enquanto os agentes económicos vão reagindo cada vez menos espontaneamente aos estímulos da política de emprego, criando cada vez menos postos de trabalho.

Nestes termos, uma taxa de desemprego superior à taxa natural de desemprego só poderia apresentar carácter duradouro se as expectativas erradas acerca da variação de preços e salários se repetissem em períodos sucessivos. Como esta condição não tem qualquer consistência dentro da lógica em que assenta a *Rational Expectations Hypothesis*, é claro que, corrigidas aquelas expectativas, o desem-

---

(128) Cfr. V. VITELLO, 41-44.

prego desaparecerá, isto é, a taxa efectiva de desemprego coincidirá com a taxa natural de desemprego <sup>(129)</sup>.

Por outro lado, dos pressupostos enunciados decorre que, segundo os adeptos desta corrente, quaisquer políticas económicas sistemáticas (proseguidas por meios monetários e/ou financeiros), previamente conhecidas e anunciadas como políticas de estabilização, serão completamente ineficazes. Mesmo no curto prazo, não têm qualquer hipótese de afectar o nível do emprego e da produção real, podendo apenas afectar o nível dos preços.

Tais políticas assentam na presunção de que as medidas que as integram vão apanhar a economia (os agentes económicos) de surpresa. Ora é esta presunção que a *teoria das expectativas racionais* visa negar, ao afirmar que os agentes económicos actuam *racionalmente* e, ao formularem as suas expectativas, ao definirem os seus planos, ao tomarem as

(129) Para uma crítica às implicações da *Macro Rational Expectations Hypothesis* no âmbito da teoria monetarista do emprego e do desemprego, cfr. F. MODIGLIANI, [3], 5-8. Este autor põe especialmente em destaque o facto de ela pressupor um mercado de concorrência pura e perfeita, de tal modo que a mercadoria força de trabalho, considerada um bem homogéneo, fosse vendida a um preço (salário) que em cada momento igualasse a sua produtividade marginal e de tal modo que a cada nível de salário nunca houvesse excesso de procura de força de trabalho por parte das empresas nem excesso de oferta de força de trabalho por parte dos trabalhadores. Ora um mercado com estas características não se adequa à realidade das actuais «western economies». Por outro lado, F. Modigliani denuncia o facto de o postulado inscrito naquela hipótese — segundo o qual são reduzidos e transitórios os afastamentos da taxa efectiva de desemprego relativamente à taxa natural de desemprego — não encontrar correspondência na realidade, a qual exhibe várias situações de desemprego, por vezes graves. A alegação de que estas situações de desemprego alargado e persistente seriam mero reflexo de correspondentes flutuações da própria taxa natural de desemprego não pode também ser levada a sério: ela significaria — ironiza F. Modigliani — que «o que aconteceu nos Estados Unidos nos anos trinta foi um forte ataque de preguiça contagiosa».

suas decisões, terão em conta os efeitos daquelas políticas, anulando-as inteiramente.

Na verdade, os agentes económicos, ao actuarem numa sociedade regulada pela política económica anti-cíclica, acabam por tomar consciência de que o quadro institucional das relações estreitas entre o estado e a economia constitui uma das variáveis a ter em conta na gestão dos seus negócios. Esta assenta na tomada de decisões cujo acerto exige a mobilização do máximo de informação adequada e a capacidade para utilizar essa informação antes dos concorrentes. E sem dúvida que dessa informação deve constar o conhecimento da política governamental e suas consequências, bem como o conhecimento dos factores que, muito provavelmente, irão influenciar a evolução da política económica. A realidade mostra que muitos agentes económicos — nomeadamente as grandes empresas — dominam actualmente vários elementos de informação situados a montante das decisões governamentais, estando em condições de anteciper, ao mesmo tempo que os governos, não só os factores que dominam a política económica corrente, mas inclusive aqueles que condicionarão a política económica de períodos posteriores. Assim sendo, as decisões governamentais no domínio da política económica estão cada vez mais condenadas a actuarem sobre situações previstas de desequilíbrio, que não terão correspondência na realidade, porque uma parte dos agentes económicos integrou já, nas suas decisões, essas medidas de política económica e os seus efeitos.

Os governos nem sequer poderão prosseguir com êxito medidas *ad hoc* para compensar os *choques* que porventura se façam sentir na economia, uma vez que o sector privado está já atento a qualquer choque antecipado. As políticas governamentais só poderiam ser úteis, nesta

perspectiva, se a informação dos governos fosse melhor do que a dos agentes económicos privados, hipótese que é negada pela própria definição de *expectativas racionais*. Resitaria aos governos a adopção de *medidas de surpresa* como forma de 'enganar' os agentes económicos. Mas há-de convir-se que este é um estilo de actuação de alcance limitado e que, de resto, se coaduna mal com um certo 'cientismo' de que se reclama a política económica.

Em síntese, poderá dizer-se que para os defensores das expectativas racionais e da nova economia clássica o funcionamento e o equilíbrio da economia dependem exclusivamente das decisões individuais dos agentes económicos racionais, das escolhas voluntárias de «indivíduos maximizadores», os quais, por definição, conhecem e compreendem perfeitamente «the way the world works» (Edward Nell), dispondo de uma informação idêntica à das autoridades responsáveis pela política económica.

Nestas condições, as políticas económicas *sistemáticas* — se correctamente *antecipadas* pelos agentes económicos — não podem ter qualquer efeito sobre a economia. Esta *policy ineffectiveness proposition* — que alguns consideram a característica essencial da *New Classical Economics* <sup>(130)</sup> —, esta *neutralidade* da política económica (*policy neutrality*) parece, pois, equivaler à «morte da política económica» <sup>(131)</sup> e representa, claramente, o renascer da velha

<sup>(130)</sup> Cfr. J. STEIN, [3], 70-75.

<sup>(131)</sup> Cfr. ÉTRILLARD-SUREAU. A tese da ineficiência da política económica começou por ser referida apenas à política monetária (cfr. R. LUCAS, [2] e SARGENT/WALLACE, [2] e [3]), vindo depois a ser generalizada por outros autores à política financeira e a outros aspectos da política económica (cfr. G. CIFARELLI, 419 ss e G. K. SHAW, [2], 92), embora alguns (S. FISCHER, v. g.) pareçam continuar a referir esta ineficácia apenas à política monetária (*monetary policy ineffectiveness*).

Levando até ao fim as consequências do pressuposto do equilíbrio instantâneo e contínuo da economia, poderá mesmo dizer-se que a

ideia liberal de recusar (condenar) a intervenção do estado na economia.

### 11. — O pensamento quantitativista.

11. — No início deste trabalho dissemos que a General Theory surgiu contra a ortodoxia dominante, inspirada na teoria quantitativa da moeda. A desmontagem do pensamento quantitativista clássico e dos pressupostos em que ele assentava — nomeadamente os que têm expressão na lei de Say — é, sem dúvida, uma das leituras possíveis da teoria keynesiana.

E pode dizer-se que o ataque de Milton Friedman às propostas teóricas de Keynes e às políticas delas resultantes se iniciou, verdadeiramente, com a publicação, em 1956, do livro “Studies in the Quantity Theory of Money”, no qual se inclui o estudo “The Quantity Theory of Money; A Restatement”.

Em 1980, Hayek defendia que “a nova designação monetarismo significa certamente não mais do que a boa velha designação ‘teoria quantitativa da moeda’, tal como ela foi formulada nos tempos modernos pelo falecido Professor Irving Fisher e reformulada pelo Professor Milton Friedman” <sup>(132)</sup>.

Em 1982, o próprio Friedman escrevia: “Pessoalmente, não gosto da designação ‘monetarismo’. Preferia falar simples-

---

política económica destinada a conduzir a economia à posição de equilíbrio, para além de ser *ineficaz*, é completamente *inútil*, por não existir o problema que ela se propõe resolver.

Compreende-se o comentário de S. KOLM, [1], 148: «A gestão global da economia pelos governos pode ser considerada como o facto mais importante do nosso meio-século. Ela provoca os períodos de crescimento e as crises. É a principal questão política. Se alguém vem dizer *esta política dos estados não tem nenhum efeito sobre a economia*, que bomba! Sobretudo se parece provar-se isso de forma requintada. É o que faz a *New Classical Economics*».

<sup>(132)</sup> *Apud* M. DESAI, [2], 15.

mente de teoria quantitativa da moeda” (133). E Mark Blaug respondia assim, em 1985, à sua pergunta sobre o que é um monetarista: “É alguém que acredita na teoria quantitativa da moeda” (134).

Parece, pois, que os contornos da “revolução keynesiana” ficarão melhor esclarecidos se analisados à luz das grandes linhas da tradição quantitativista, do mesmo modo que a “contra-revolução monetarista” só poderá entender-se se enquadrada no esforço teórico tendente a reelaborar a teoria quantitativa da moeda e a trazê-la de novo à “respeitabilidade profissional”, para utilizarmos palavras de Milton Friedman (135).

A análise das grandes linhas do pensamento quantitativista e da *income-expenditures approach* que Keynes lhe contrapôs ajudar-nos-á a enquadrar e a compreender melhor as diferentes perspectivas de keynesianos e monetaristas acerca de um dos dois temas que mais têm preocupado os economistas nas últimas décadas e que à frente estudaremos. Referimo-nos à inflação (136).

11.1. — É o próprio Milton Friedman quem sublinha que a teoria quantitativa da moeda “assumiu várias formas e traços diferentes desde os tempos em que verdadeiramente se iniciou o pensamento sistemático acerca das questões económicas” (137).

É costume reportar as primeiras formulações da teoria quantitativa a Jean Bodin (1568) e a Bernardo Davanzati

(133) Cfr. *supra*, nota 41.

(134) Cfr. M. BLAUG, [2], II, 439.

(135) Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 51.

(136) Cfr. *infra*, n.º 14 ss. Atrás — cfr. *supra*, n.º 7 ss — fica analisado o outro grande tema que tem alimentado o debate entre os economistas, o problema do emprego (ou do desemprego).

(137) Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 193.



(1588) <sup>(138)</sup>. Mas parece mais prudente atribuir a primeira abordagem moderna da teoria quantitativa da moeda a John Locke (1691), David Hume (1752) e Cantillon (1755), cabendo a Ricardo (“On the High Price of the Bullion”, de 1810) a formulação mais rigorosa da teoria quantitativa até essa altura <sup>(139)</sup>.

Desde o início que a teoria quantitativa se identifica com o que Hume chamou “maxim almost self-evident” segundo a qual os preços dos bens dependem da proporção entre mercadorias e moeda, de tal modo que se aumenta a quantidade de moeda aumentam na mesma medida os preços das mercadorias. A discussão desta problemática ganhou vivo interesse na Inglaterra a partir de 1797, data em que, no quadro das guerras napoleónicas, o Banco de Inglaterra suspendeu a convertibilidade das notas por ele emitidas.

A inflação assumiu proporções preocupantes, desencadeando críticas à política monetária seguida pelas autoridades. O “Bullion Report” (1809) veio advogar que o Banco de Inglaterra regressasse quanto antes à regra da convertibilidade das notas em ouro. Nesta polémica entre anti-bullionistas e bullionistas <sup>(140)</sup>, Ricardo assumiu a defesa do *Bullion Report*, contestando a tese defendida pelos directores dos bancos e pelos ministros, segundo a qual “as emissões de notas do Banco de Inglaterra que não conferiam aos seus detentores a possibilidade de exigirem a sua conversão em espécies metálicas ou em lingotes não tinham nem podiam ter qualquer efeito sobre os

<sup>(138)</sup> Schumpeter considera que o pioneiro foi Davanzati, uma vez que Jean Bodin tratava da moeda-mercadoria e não da moeda como instrumento de troca.

<sup>(139)</sup> Para mais indicações, cfr. J. SCHUMPETER, 361 ss e 774 ss; F. VITO, 3, 69 ss; M. BLAUG, [2], II, 422 ss; M. DESAI, [2], 15 ss.

<sup>(140)</sup> Polémica retomada mais tarde entre os adeptos do *banking principle* e os adeptos do *currency principle* por ocasião da reforma do Banco de Inglaterra, durante o governo de Sir Robert Peel (Bank Act, de 1844).

preços dos produtos, dos lingotes ou das outras moedas estrangeiras”.

Invocando a lição da experiência, que, segundo ele, mostraria que as autoridades monetárias (o estado ou o banco emissor) abusaram sempre da faculdade de emitir papel-moeda sem qualquer limitação, Ricardo defende que a emissão de papel-moeda deve ser condicionada à obrigatoriedade de converter as notas em moedas de ouro ou em lingotes segundo a livre vontade dos seus detentores.

Se assim não for, isto é, se os bancos emissores gozarem da faculdade de aumentar ou reduzir a circulação monetária apenas de acordo com a sua vontade, então “não pode haver certeza alguma da invariabilidade do valor da moeda” (141).

A inflação (e a inerente diminuição do valor da moeda) que então marcava a vida económica na Inglaterra era, pois, considerada por Ricardo como consequência do aumento da quantidade de notas em circulação (*post hoc ergo propter hoc*).

Seguindo Hume, Ricardo admite, por outro lado, que a quantidade de moeda em circulação é determinada arbitrariamente pelas autoridades emissoras, sem qualquer relação com as exigências da vida económica (nomeadamente com a quantidade de mercadorias disponíveis para o tráfego). Aflora aqui o pressuposto da *exogeneidade da oferta de moeda* que permaneceu até hoje como característica do pensamento quantitativista.

Ao contrário dos anti-bullionistas — que invocavam a diminuição da quantidade de bens disponíveis, devido à guerra e às más colheitas —, Ricardo preferiu admitir que a produção se mantinha inalterada, imputando por inteiro a subida dos preços ao aumento da quantidade de moeda em circulação.

---

(141) Veja-se, a este propósito, o capítulo XXVII dos *Princípios* (especialmente pp. 409, 411/412 e 415 da edição da F. C. Gulbenkian).

Diferentemente de Hume, Ricardo nega qualquer efeito positivo, no curto prazo, do aumento da quantidade de moeda sobre o emprego, a produtividade e o produto. A teoria de Ricardo é uma teoria de longo prazo, na perspectiva do pleno emprego.

Considerando as flutuações de curto prazo do produto como acidentes meramente temporários, Ricardo sustenta que, sendo os preços flexíveis, todos os mercados tenderão automaticamente para o equilíbrio de pleno emprego, sem possibilidade de sobreprodução generalizada ou de insuficiência da procura efectiva. E estes (o equilíbrio de pleno emprego e a validade da lei de Say) são aspectos caracterizadores da teoria clássica que Keynes criticou e dos modernos monetaristas-quantitavistas.

Na óptica de longo prazo, o produto (o nível da produção em termos reais) é determinado por factores reais — a oferta de mão-de-obra, o estoque de capital, os recursos naturais disponíveis —, não sofrendo qualquer influência das variações da quantidade de moeda em circulação. Fica assim a claro a chamada *dicotomia clássica* entre o sector real e o sector monetário da economia: a economia funciona como se a moeda não existisse, sendo o emprego e a produção determinados por factores reais; a moeda (parafraseando Pigou) não passa de um véu através do qual operam as forças do mercado, no quadro da lei da oferta e da procura. Mais uma nota da longa tradição quantitavista que se tem mantido até ao presente <sup>(142)</sup>.

Em 1936 Keynes reconhecia — sem grande satisfação — que a *economia ricardiana* “está na base de tudo o que se ensinou desde há um século” <sup>(143)</sup>. Não admira, por isso, que Mark

---

<sup>(142)</sup> Mas a contestação dos pressupostos fundamentais do pensamento quantitavista é tão antiga como a própria teoria quantitativa (cfr. M. DESAI, [2], 15-19).

<sup>(143)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 32.

Blaug possa afirmar que “até 1930 a teoria quantitativa da moeda foi a teoria da moeda de toda a gente” <sup>(144)</sup>. Apesar de algumas críticas, os principais economistas adoptavam a perspectiva quantitativista, entretanto reformulada e aperfeiçoada, graças aos contributos de vários autores, entre os quais deverão destacar-se Wicksell, Irving Fisher, Marshall e Pigou.

11.2. — Como salienta Schumpeter, a teoria monetária pré-keynesiana tinha como objectivo explicar o *valor da moeda*, o poder de compra da moeda <sup>(145)</sup>. E o que os economistas clássicos fizeram foi inserir a teoria quantitativa da moeda nos seus esquemas analíticos como *teoria do valor da moeda*. No artigo “The value of money” publicado em 1917 no *Quarterly Journal of Economics* Pigou exprimia esta ideia. “Frequentemente — escreve Pigou — defende-se ou critica-se a ‘teoria quantitativa’ como se fosse um conjunto preciso de proposições que tivessem de ser verdadeiras ou falsas. Mas na realidade as fórmulas utilizadas na exposição dessa teoria são simples expedientes que nos permitem *reunir ordenadamente as causas principais que determinam o valor da moeda*”. (sublinhado meu. A. N.).

Ao fim e ao cabo, foi este o caminho seguido por Irving Fisher ao elaborar, em 1911, a sua *teoria do poder de compra da moeda*, num livro escrito numa época em que era considerável a impopularidade da teoria quantitativa da moeda, livro que ele próprio considera uma simples *revisão, reafirmação e ampliação* da “velha teoria quantitativa da moeda”, da “venerável teoria”, a qual não merece ser *repudiada*, uma vez que, “com certas correcções nas suas formulações habituais, ela pode continuar a considerar-se fundamentalmente sólida” <sup>(146)</sup>. A *equação das*

<sup>(144)</sup> Cf. M. BLAUG, [2], II, 421.

<sup>(145)</sup> Cf. J. SCHUMPETER, 1.188-1.196.

<sup>(146)</sup> Cf. J. SCHUMPETER, 1.189.

*trocas* ou *equação de Fisher* ( $MV = PT$ ), “que, em si mesma — como escreve Schumpeter <sup>(147)</sup> —, não é mais do que o enunciado de uma relação formal, sem qualquer conotação causal”, converte-se em *teoria* explicativa do valor da moeda, relacionando o nível geral dos preços (P) (o inverso do poder de compra da moeda) com as ‘causas’ que podem explicá-lo: a quantidade de moeda em circulação durante determinado período (M); a velocidade de circulação da moeda (V); o volume físico das transacções (T).

$$\text{Assim sendo, } P = f(M, V, T) = \frac{MV}{T}, \text{ ou } MV = PT.$$

A identidade de que se partiu deixa de ser uma simples tautologia (no quadro de uma economia fechada, o dinheiro gasto pelos compradores é igual ao montante que os vendedores recebem, afirmação que é verdadeira por definição, mas não diz nada acerca das relações causais na vida real) e transforma-se numa *teoria* sobre o comportamento de P. Em regra, P é determinado pelas variáveis M, V e T, não podendo dizer-se, com igual razão, que M seja determinado por P, V e T, ou que V seja determinado por M, P e T, ou que T seja determinado por P, M e V.

Tomemos então a equação de Fisher:  $MV = PT$ .

Saliente-se, em primeiro lugar, que Fisher inclui no conceito de moeda não só as notas e a moeda (M) mas também a moeda fiduciária e creditícia (M'). Fisher abandonou igualmente o entendimento da relação entre a quantidade de moeda e o nível dos preços como uma *relação instantânea*, considerando não a quantidade de moeda existente em dado momento, mas a circulação monetária no decurso de um determinado período

<sup>(147)</sup> Cfr. S. BARONTINI, 14/15 e NOBAY/JOHNSON, 472.

de tempo (M representa, pois, um valor médio). Para tanto, toma em conta a velocidade de circulação da moeda — tanto de M (V) como de M' (V') —, que é o número de vezes que, em média, cada unidade monetária é utilizada para efectuar transacções durante determinado período de tempo (*velocidade-transacções da moeda*).

A equação de Fisher fica então:  $MV + M'V' = PT$ .

O braço direito desta equação representa, na óptica de Fisher, todas as transacções efectuadas, incluindo as transacções intermédias. Enquanto o braço esquerdo da equação representa o processo de circulação dos bens e serviços, considerando P o nível geral dos preços (uma média dos preços adequadamente escolhida) e incluindo em T todos os bens e serviços transaccionados (mas só as unidades efectivamente transaccionadas durante o período considerado). Por isso falam os autores de *transactions approach* ou *transactions equation* para caracterizar a óptica da equação das trocas de Fisher <sup>(148)</sup>.

11.2.1. — Para que esta equação possa tomar-se como a formalização de uma teoria, as quatro variáveis não podem variar sem limites. E Fisher, tal como a generalidade dos economistas clássicos, admitia a existência de limitações relativamente a três delas.

1) Em primeiro lugar, admite-se que a oferta de moeda é um elemento determinado exogenamente, isto é, independentemente das necessidades da própria economia e da procura de saldos monetários por parte do público. M depende, pois, da produção das minas de ouro ou dos saldos da balança de pagamentos (num sistema de padrão-ouro) ou do arbítrio

<sup>(148)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 434-436 e [25], 196-198.

das autoridades monetárias (num sistema de *fiduciary standard*) <sup>(149)</sup>.

2) Por outro lado, entende-se que  $V$  depende fundamentalmente de factores institucionais que têm que ver com a “tecnologia das transacções”, isto é, com o maior ou menor sincronismo entre o recebimento dos rendimentos e o seu gasto, com a maior ou menor facilidade do fluir da moeda através da economia. Fundamentalmente, trata-se das práticas correntes no que se refere à periodicidade dos pagamentos (ao dia, à semana, ao mês), dos hábitos do público relativamente à realização das despesas, da estrutura do sistema financeiro. Trata-se, pois, de factores que variam muito lentamente, o que permitirá, nesta óptica, considerar que  $V$  não varia a curto prazo e que praticamente não varia a longo prazo.

Schumpeter defendeu não ser correcto admitir-se que os economistas clássicos, de um modo geral, consideravam a velocidade como uma constante <sup>(150)</sup>. Também Milton Friedman salienta que os economistas clássicos não podem ser acusados de considerar a velocidade como uma “constante natural” <sup>(151)</sup>. Mais recentemente, outros autores têm posto em relevo que o importante para pôr de pé a relação causal da equação das trocas e a sua direcção causal no sentido de  $MV$  para  $PT$  não é a constância de  $V$  (ou de  $V'$ ), mas a sua independência de  $M$ ,  $P$  e  $T$ , ou, mais precisamente, o facto de o seu comportamento não poder explicar-se através das variações de  $M$  ou de qualquer variável que também influencie  $M$  <sup>(152)</sup>.

<sup>(149)</sup> Segundo M. FRIEDMAN, [19], 436, “foi exactamente esta independência claramente apercebida dos factores que determinam a quantidade de moeda [independência relativamente aos factores que afectam directamente quer  $P$  quer  $T$ ] que tornou a teoria quantitativa tão atraente para os economistas”.

<sup>(150)</sup> Cfr. J. SCHUMPETER, 1.191.

<sup>(151)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 436.

<sup>(152)</sup> Cfr. BLAUG, [2], II, 422; M. DESAI, [2], 22-24; SHERMAN/ /EVANS, 52 e 82. Alguns quantitativistas admitem, porém, que, em circuns-

V não é constante. Pode variar. Mas varia apenas em função de factores institucionais, não monetários, os quais se alteram muito lentamente. A *estabilidade* de V é, pois, um dos pressupostos da teoria quantitativa, tal como Fisher e os clássicos em geral a entenderam.

3) Resta-nos considerar T. Fisher insere-se na tradição clássica segundo a qual a “mão invisível” do mercado actua de tal forma que todos os recursos disponíveis (incluindo a mão-de-obra) são automaticamente utilizados até atingir o ponto de equilíbrio entre o custo da sua utilização e o valor da sua contribuição para a riqueza social. Esta é a posição de equilíbrio de pleno emprego para que tendem, automaticamente, todas as economias de mercado livre. A partir desta posição, a produção não pode aumentar mais, a não ser que se verifiquem alterações nos factores reais de que depende a actividade produtiva, nomeadamente a dimensão, estrutura e qualificação da mão-de-obra, a disponibilidade de recursos naturais, a quantidade e a qualidade dos equipamentos, o estado da técnica, o grau de eficiência da organização da produção.

Como a generalidade dos economistas clássicos, Fisher admitia o quadro de pressupostos inscritos na lei de Say, o que significa que, em princípio, a economia funciona nas condições do pleno emprego de todos os recursos produtivos. E admitia também o postulado da *dicotomia clássica*: o sector real da economia (o nível do emprego e da produção) depende de *factores reais* e não de *factores monetários*; a moeda é *neutra*, i. é, a

---

tâncias excepcionais, V possa variar a curto prazo por força da situação económica. Seria o caso de uma inflação galopante e de taxas muito elevadas que, ao gerar fenómenos de fuga à moeda, provoca a aceleração de V (mais uma vez é referido o caso da hiperinflação alemã de 1922-23). Cfr. J. THEVITHICK, [1], 28/29.



variação da quantidade de moeda não exerce qualquer influência sobre as variáveis reais da economia <sup>(153)</sup>.

11.2.2. — Admitindo a exogeneidade de M e a estabilidade de V (e de V') e admitindo que a economia funciona sempre ao nível de pleno emprego (a mão-de-obra encontra-se plenamente empregada, trabalhando com um estoque fixo de capital e com técnicas dadas), então a única incógnita da equação das trocas é P, o nível geral dos preços <sup>(154)</sup>. Quer dizer:

$$P = \frac{MV + M'V'}{T} \text{ ou } C (= \frac{1}{P} = \text{poder de compra da moeda}) = \frac{T}{MV + M'V'}$$

Por outro lado, considerando V (e V') e T como parâmetros, a única variável independente é M. E como M não pode influenciar o nível do produto real, resulta que as variações de M não podem influenciar o volume das transacções, podendo apenas influenciar P, o *nível dos preços absolutos*.

Então,  $P = f(M)$ : se aumenta a quantidade de moeda, aumentará o nível geral dos preços; se diminui a quantidade de moeda, diminuirá o nível geral dos preços. Assim mesmo sintetiza Irving Fisher a sua reformulação da teoria quantitativa: "A equação das trocas, em si mesma, não afirma qualquer relação causal entre a quantidade de moeda e o nível dos preços, tal

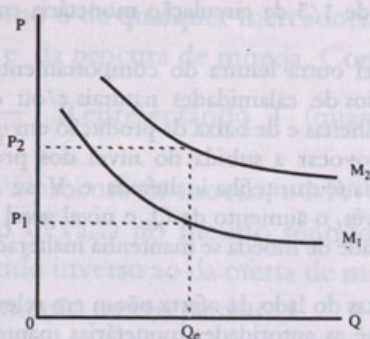
<sup>(153)</sup> Nas próprias palavras de Fisher: "The volume of trade, like the velocity of circulation of money, is independent of the quantity of money. An inflation of the currency cannot increase the product of farms and factories, nor the speed of freight trains or ships. The stream of business depends on natural resources and technical conditions, not on the quantity of money" (*apud* M. DESAI, [2], 22/23).

<sup>(154)</sup> Fisher admite-o expressamente quando afirma que "o nível dos preços é normalmente o elemento absolutamente passivo da equação das trocas" (*apud* J. SHUMPETER, 1.194). P é, pois, a incógnita da equação das trocas, a grandeza a explicar, a variável dependente ou variável passiva. M aparece como a variável explicativa, variável independente ou variável activa.

como não afirma nenhuma relação causal entre quaisquer dois outros factores. No entanto, se tomarmos em conta certas condições alheias à equação, v. g. que a variação de  $M$  produz uma variação proporcional de  $M'$  e não produz qualquer variação de  $V$ ,  $V'$  ou  $Q$ , então não podemos fugir à conclusão de que uma variação da quantidade de moeda ( $M$ ) deve provocar, normalmente, uma variação proporcional do nível dos preços ( $P$ ). (...) Podemos agora estabelecer em que sentido causal a teoria quantitativa é verdadeira. É verdadeira no sentido de que um dos efeitos normais de um aumento da quantidade de moeda é um aumento exactamente proporcional do nível geral dos preços" (155).

A esta formulação chamam Stonier e Hague *teoria quantitativa rígida* (variações de  $M$  provocam variações directamente proporcionais de  $P$ ), distinguindo-a da *versão menos rígida da teoria quantitativa* (variações de  $M$  provocam variações de  $P$  no mesmo sentido, mas não necessariamente na mesma proporção) (156).

A *relação causal* assim inscrita na teoria quantitativa da moeda tem sido representada graficamente do seguinte modo (157):



$P$  – nível geral dos preços;  $Q$  – volume da produção em termos reais

(155) *Apud* M.DESAI, [2], 23.

(156) Cfr. STONIER/HAGUE, 538/539 e TEIXEIRA RIBEIRO, [2], 32/33, que fala de *formulação rígida* e *formulação mitigada*.

(157) Cfr. SHERMAN/EVANS, 52/53.

Sendo dado o volume da produção em termos reais, dependente de factores reais e correspondente ao equilíbrio de pleno emprego ( $Q_e$ ), o facto de as autoridades monetárias decidirem aumentar a oferta de moeda de  $M_1$  para  $M_2$  (facto que não vai provocar qualquer alteração de  $V$ ) terá como consequência a subida do nível geral dos preços na mesma proporção (de  $P_1$  para  $P_2$ ) <sup>(158)</sup>.

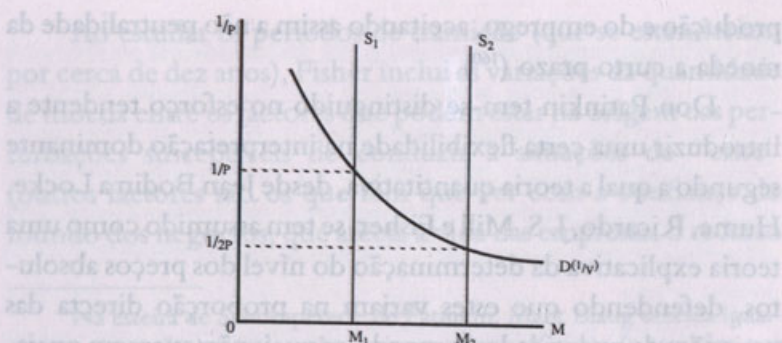
O mesmo entendimento da teoria quantitativa da moeda, mas agora na óptica do comportamento do *valor da moeda* ( $1/P$ , o valor relativo de uma unidade monetária, medido em termos do seu poder de compra em mercadorias), tem sido também expresso graficamente <sup>(159)</sup>:

<sup>(158)</sup> Esta leitura da teoria quantitativa da moeda é por vezes considerada adequada, mesmo por autores não quantitativistas (Samuelson, v. g.), a situações de aumento brusco e acentuado da quantidade de moeda como a que se teria verificado no período da “revolução dos preços” e, mais recentemente, na Alemanha em 1922/23 (um aumento, em curto período de tempo, de 1/3 da circulação monetária conduziu à hiperinflação).

Mas é possível outra leitura do comportamento das variáveis da equação. Em períodos de calamidades naturais e/ou de guerra (acompanhados de más colheitas e de baixa da produção em geral), a diminuição de  $Q$  pode provocar a subida do nível dos preços, desde que a quantidade de moeda se mantenha inalterada e  $V$  se mantenha estável. Se se admitir, ao invés, o aumento de  $Q$ , o nível geral dos preços baixará desde que a quantidade de moeda se mantenha inalterada e  $V$  se mantenha estável.

Os economistas do lado da oferta põem em relevo esta última possibilidade: desde que as autoridades monetárias mantenham constante a quantidade de moeda (ou assegurem apenas um ligeiro crescimento dela), todas as medidas que favoreçam o aumento da produção contribuirão para fazer baixar o nível geral dos preços (ou pelo menos para reduzir a taxa de inflação). Cfr. F. VITO, 3,68/69; J. TREVITHICK, [1], 32/33; SHERMAN/EVANS, 52.

<sup>(159)</sup> Cfr. G. SHAW, [2], 49/50.



$1/P$  – Valor da moeda;  $M$  – Quantidade de moeda

$D$  é a curva da procura de moeda, que há-de considerar-se muito estável, dado que  $V$  é um factor institucional estável e, entendendo-se a procura de moeda como o inverso da velocidade de circulação da moeda ( $1/V$ ), tem de aceitar-se também a sua estabilidade. Neste pressuposto, se as autoridades monetárias decidirem aumentar a oferta de moeda de  $S_1$  para  $S_2$  (sendo  $M_2$  o dobro de  $M_1$ ), o valor da moeda baixará para metade (de  $1/P$  para  $1/2P$ ). O valor da moeda será determinado, como o de qualquer mercadoria, em função do jogo da oferta e da procura de moeda. Como se diz acima,

$$C = \frac{T}{MV + M'V'}$$

Representando  $T$  (quantidade de bens transaccionados) a procura de moeda, e  $MV + M'V'$  a oferta de moeda, então  $C$  varia no mesmo sentido da procura de moeda e em sentido inverso ao da oferta de moeda, desde que se verifique a condição *coeteris paribus*.

11.2.3. – Alguns quantitativistas – na sequência de Hume e ao arripio do ponto de vista de Ricardo e de J. S. Mill – admitem, no entanto, que, no curto prazo, as variações da quantidade de moeda possam influenciar, em certa medida, o nível da

produção e do emprego, aceitando assim a não neutralidade da moeda a curto prazo <sup>(160)</sup>.

Don Patinkin tem-se distinguido no esforço tendente a introduzir uma certa flexibilidade na interpretação dominante segundo a qual a teoria quantitativa, desde Jean Bodin a Locke, Hume, Ricardo, J. S. Mill e Fisher, se tem assumido como uma teoria explicativa da determinação do nível dos preços absolutos, defendendo que estes variam na proporção directa das variações da quantidade de moeda, as quais não exercem quaisquer efeitos sobre a produção e o emprego, considerando a moeda *neutra* em relação à economia, um *véu* por detrás do qual actuam as *forças reais* que comandam o *sector real* da economia como se a moeda não existisse.

Num importante estudo de 1972 <sup>(161)</sup>, Patinkin dedica particular atenção a Irving Fisher e à sua análise dos efeitos da variação da quantidade de moeda nos *períodos de transição* ("transition periods"), aos quais o economista americano teria dedicado muito mais atenção do que à sua famosa proposição acerca da relação proporcional, a longo prazo, entre a variação da quantidade de moeda e a variação do nível geral dos preços <sup>(162)</sup>.

<sup>(160)</sup> Fica o problema da distribuição do efeito da variação da quantidade de moeda entre a produção e o emprego, por um lado, e o nível dos preços absolutos, por outro. Ele só pode ter resposta se se conhecer, além de outros aspectos, o nível da capacidade de produção utilizada. Se se admitir que a economia funciona permanentemente nas condições de equilíbrio de pleno emprego, então a influência das variações de *M* só poderá incidir sobre *P*. Cfr. M. BLAUG, [2], II, 424; J. TREVITHICK, [2], 28 e SHERMAN/EVANS, 82.

<sup>(161)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [6].

<sup>(162)</sup> Patinkin estende a sua análise, com o objectivo referido no texto, aos autores da *Escola de Chicago* dos anos 30 e 40 (nomeadamente Henry Simons), bem como a autores quantitativistas da década de 30 (Edwin Kemmerer e James Angell) e aos economistas da *Escola de Cambridge*, em especial Marshall, Pigou, o Keynes de "Tract on Monetary Reform" (1923), Robertson e Lavington.

Ao estudar os períodos de transição (que se estenderiam por cerca de dez anos), Fisher inclui as variações da quantidade de moeda entre os factores que podem estar na origem das perturbações susceptíveis de conduzir a situações de “crise” (outros factores são os que têm que ver com a confiança do mundo dos negócios, que afecta a vida das empresas, o recurso

---

Na esteira de Schumpeter e de Patinkin, Mark Blaug destaca igualmente a atenção prestada pelos autores acima referidos (e também por Wicksell) aos problemas do desequilíbrio de curto prazo e do ciclo económico, ao papel da moeda nas flutuações cíclicas e à sua importância à luz do objectivo da estabilização do nível dos preços. Blaug procura deste modo justificar o seu ponto de vista segundo o qual, “apesar das ideias popularizadas, Fisher está muito pouco ligado à teoria quantitativa rígida”. No que toca à interpretação das teses de Fisher, Blaug invoca expressamente a abordagem de Schumpeter como “particularmente interessante para esclarecer determinados mal-entendidos sobre a versão de Fisher da teoria quantitativa” (cfr. M. BLAUG, [2], II, 422-425).

Na verdade, ao sublinhar que a teoria quantitativa da moeda só é válida numa situação de equilíbrio, Schumpeter defende “não constituir limitação ou objecção o facto de se invocar que ela não é válida nos períodos que Fisher chama “períodos de transição”. “Mas, na realidade — continua Schumpeter —, uma vez que o sistema económico está praticamente sempre num estado de transição ou de desequilíbrio, sempre ou quase sempre se observarão fenómenos que *parecem* incompatíveis com a teoria quantitativa da moeda e que efectivamente forneceram muitos argumentos aos que se lhe opõem”. Schumpeter realça também o facto de Fisher sublinhar insistentemente que M, V e T são apenas as “causas próximas” de P, causas por detrás das quais actuam factores que, através de M, V e T, influenciam indirectamente o nível dos preços, i.é., o poder de compra da moeda. Para concluir que “a teoria quantitativa de Fisher — se não há outro remédio senão chamar-lhe assim — é algo muito diferente de outras teorias quantitativas” (cfr. J. SCHUMPETER, 1.195-1.197).

Os propósitos de Mark Blaug ultrapassam, porém, a simples ‘leitura’ das obras de Fisher. O que ele pretende mostrar, na sua própria síntese, é isto: “havia uma teoria macroeconómica antes de Keynes, pois a teoria quantitativa da moeda neoclássica era, na verdade, o que actualmente designamos por macroeconomia. A teoria quantitativa da moeda na sua época áurea já não era o que havia sido — uma teoria das causas principais das alterações do valor do poder de compra da moeda —, mas antes uma teoria de como M influenciava a procura *agregada* de bens e serviços MV e, através de MV, o nível de preços P e o nível de produção T” (*ibidem*, 425).

ao crédito, o montante e estabilidade dos depósitos nos bancos; o nível das colheitas; a invenção, i. é, o progresso técnico). Nestes períodos de transição Fisher admite que se verifiquem “efeitos temporários” da variação da quantidade de moeda sobre o nível da produção e do emprego, os quais se distinguem dos *efeitos permanentes* ou *de última instância* que prevalecem no longo prazo.

Baseado na distinção entre *taxa monetária* e *taxa real* de juro, Fisher admite que, em virtude do aumento da quantidade de moeda em circulação, os preços sobem; as expectativas de subida dos preços provocarão o aumento da velocidade de circulação de  $M$  e de  $M'$ ; a taxa monetária de juro aumentará também, mas não ao mesmo ritmo da subida do nível geral dos preços; baixa a taxa real de juro. E esta seria a origem do *boom*: os lucros aumentam, aumenta o recurso ao crédito, aumenta o volume real das transacções;  $M'$  aumenta relativamente a  $M$ ; os preços continuam a subir, e o processo repete-se. Mas a subida das taxas de juro nominais vai criar problemas a muitas empresas, minando a confiança e anunciando falências; os bancos vêm diminuir a confiança do público na sua solvabilidade, o que desencadeia a corrida aos bancos; estes vêm diminuir os seus depósitos e as suas reservas, o que provoca a redução do crédito concedido e a subida forte e acelerada da taxa de juro; as falências multiplicam-se: é a *crise*. Com a crise, os preços baixam;  $V$  e  $V'$  diminuem; a taxa de juro baixa de novo, mas não o suficiente para compensar a baixa dos preços; a taxa real de juro aumenta; diminuem os lucros e o volume real das transacções;  $M'$  diminui relativamente a  $M$ ; os preços continuam a baixar, e o processo repete-se.

Assim se conclui um *ciclo de crédito completo* (“*complet credit cycle*”), de cerca de dez anos (a duração dos *períodos de transição*). Deste esquema ressalta a não neutralidade da moeda a curto prazo: as variações da quantidade de moeda estão na base

dos ciclos, exactamente porque elas provocam variações do nível dos preços, as quais, por sua vez, afectam a taxa real de juro, que está na origem dos *booms* e das *crises*. E, sendo assim, compreende-se que Fisher tenha advogado uma política de estabilização do nível dos preços (para assegurar a estabilidade da vida económica), em primeiro lugar através de variações da quantidade de moeda em circulação <sup>(163)</sup>.

11.2.4. – Nesta análise de curto prazo não se verificam, portanto, certos pressupostos da teoria quantitativa enquanto teoria de longo prazo: a moeda não é neutra; a economia não se encontra permanentemente na posição de equilíbrio de pleno emprego; T e V não são estáveis. Irving Fisher escapa, pois, à corrente ricardiana que rejeitava a possibilidade de quaisquer efeitos das variações da quantidade de moeda sobre o sector real da economia, mesmo no curto prazo.

No entanto, mesmo o “teorema da proporcionalidade” de que fala Mark Blaug associa a teoria quantitativa da moeda a uma relação causal, *na óptica do longo prazo*, entre variações da quantidade de moeda e variações directamente proporcionais do nível geral dos preços. E, na óptica do longo prazo, a moeda é neutra para todos os quantitativistas, no sentido de que variações nominais da oferta de moeda não podem exercer qualquer influência sobre a produção, o emprego e a afectação de recursos. Tendo isto em conta é que Blaug define um “teórico quantitativista” como “aquele que subscreve a ideia segundo a qual as alterações seculares do nível dos preços são *essencialmente* devidas a variações da quantidade de moeda ou segundo a qual a instabilidade dos preços decorre *fundamentalmente* de causas monetárias e não de causas não monetárias” <sup>(164)</sup>. E, neste sentido, Fisher é sem dúvida um *teórico quantitativista*:

<sup>(163)</sup> Cf. D. PATINKIN, [6], 5-10.

<sup>(164)</sup> Cf. M. BLAUG, [2], II, 425.



ele nunca pôs em dúvida que, no longo prazo, o “permanent or ultimate effect” de uma variação da quantidade de moeda é uma variação directamente proporcional do nível geral dos preços.

11.3. — É frequente encontrar-se nos livros e manuais de economia a formulação da teoria quantitativa da moeda através de uma equação modificada da equação de Fisher:  $MV = PY$  <sup>(165)</sup>.

Esta *versão-rendimento da teoria quantitativa*, associada essencialmente aos trabalhos de Pigou (“Industrial Fluctuations”, 1927) e de Robertson (“Money”, 1928), foi possível graças ao desenvolvimento dos estudos sobre a contabilidade nacional, que tornaram possível separar, do conjunto das transacções efectuadas na economia em determinado período de tempo, as *income-transactions* (i. é, as transacções de bens finais e serviços produzidos nesse mesmo período), abrindo caminho para ultrapassar a ambiguidade conceitual e as dificuldades de medida das grandezas transacções (T) e nível geral dos preços (P), tal como elas figuram na *versão-transacções da teoria quantitativa* (equação de Fisher).

Na nova formulação  $MV = PY$  (*the quantity equation in income form*), M representa a quantidade de moeda existente, como na equação de Fisher.

V, no entanto, é entendida não como a *velocidade-transacções de circulação da moeda* (era este o sentido que tinha na equação de Fisher), mas como *velocidade-rendimento de circulação da moeda*, conceito introduzido por Pigou e que Robertson define como “o número médio de vezes que cada unidade monetária é utilizada na aquisição de bens finais e serviços que

<sup>(165)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [2], 26 e E. SHAPIRO (5ª ed.), 152/153.

constituem o produto em termos reais de determinado período de tempo” (166).

Esta *income-velocity* tem apenas em conta as *income-transactions* ou *GNP transactions* (Samuelson), e não *todas as transacções efectuadas* em determinado período, como a *transactions-velocity* da equação de Fisher (que traduz o número médio de vezes que cada unidade monetária é utilizada em determinado período de tempo em quaisquer transacções).

Y representa o produto em termos reais (não o seu valor a preços correntes).

Na equação de Fisher, T representa *todas as transacções*, mesmo as transacções de bens intermédios (o que, em termos de cálculo do PNB, implica múltiplas contagens do mesmo valor) e as transacções de bens já existentes (que não foram produzidos no período considerado). Diferentemente, Y reporta-se apenas às transacções de *bens finais produzidos no período em referência*.

É claro, pois, que o valor de todas as transacções efectuadas num determinado período (T) é sempre um múltiplo do valor das *transacções-rendimento* operadas nesse mesmo período (Y).

O mesmo valor de Y pode corresponder a diferentes valores de T, uma vez que, perante o mesmo volume da produção em termos reais, o número total de transacções efectuadas pode ser menos elevado ou mais elevado, no âmbito do processo produtivo de um mesmo bem final. Isso depende do maior ou menor grau de integração vertical da economia e de alterações tecnológicas que encurtem ou ampliem o processo de transformação das matérias-primas em bens finais.

P representa não já o nível geral dos preços (a média dos preços de todos os bens que são objecto de transacções efecti-

---

(166) Cfr. D. ROBERTSON, 27.

vas) mas sim o índice de preços utilizado no cálculo do produto nacional a preços constantes. P será, pois, o inverso do valor da moeda, não do *valor-transacções da moeda* mas do *valor-rendimento da moeda* (são expressões de Robertson), i. é, do valor da moeda em termos dos bens finais e serviços que constituem o produto nacional em termos reais.

Esta *income approach* da teoria quantitativa aproxima-se, como veremos melhor a seguir, da *cash-balances approach* da teoria quantitativa, conhecida por *equação de Cambridge*. A *income version* pode considerar-se, como salienta Milton Friedman, “uma estação intermédia entre as versões de Fisher e de Cambridge” <sup>(167)</sup>.

11.4. — Marshall considerou expressamente a equação de Fisher como uma teoria de longo prazo. E sublinhou que ela não continha uma teoria explicativa da procura de moeda. Com a sua *cash-balances approach*, Marshall — e os seus seguidores de Cambridge — centrou a análise no curto prazo e procurou responder à questão de saber quais os motivos que levam as pessoas e as empresas a deter moeda. Os economistas de Cambridge surgem assim como os únicos quantitativistas pré-keynesianos a privilegiar a análise da procura de moeda.

O que caracteriza a economia monetária é a separação do *acto de compra* do *acto de venda*. Para que esta separação seja possível, é necessário que exista um bem dotado de poder de compra universal que todos aceitam em troca. Esta é a característica da moeda tomada em conta na *transactions approach* da

<sup>(167)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 199/200. Diferente é a leitura de Patinkin, segundo o qual a literatura económica do período entre as duas guerras mundiais expunha a *income-velocity approach* como uma variante da *transactions approach*. Por isso, ele prefere considerar a versão-rendimento da teoria quantitativa como uma estação intermédia no caminho que vai da teoria quantitativa fisheriana até à *income-expenditures approach* keynesiana (cfr. D. PATINKIN, [8], 888).

equação das trocas. Mas é necessário também que exista um bem que possa ser utilizado como *reserva temporária de poder de compra*. Esta é a característica da moeda posta em relevo pela *cash-balances approach* de Cambridge.

Os economistas clássicos (no sentido de Keynes) encaravam a moeda como simples intermediário nas trocas, i. é, como instrumento destinado a facilitar as transacções, ultrapassando as dificuldades da troca directa. E este entendimento não se altera quando se considera uma economia em que actua um sistema bancário que pode criar moeda através da concessão de crédito e da circulação de depósitos (como se reflecte na formulação da equação de Fisher:  $MV + M'V' = PT$ ).

Nesta perspectiva, a moeda é necessária apenas porque nas economias de mercado as receitas não se recebem simultaneamente com (e/ou na mesma dimensão de) as despesas. E é este desfasamento temporal — entre o momento em que as pessoas (e as empresas) recebem os seus rendimentos em moeda e o momento em que, dia a dia, realizam as suas despesas — que justifica a detenção temporária de poder de compra, i. é, que justifica a detenção de moeda como reserva temporária de poder de compra, como algo que se deseja ter para gastar e não como algo que se deseja ter para se possuir <sup>(168)</sup>.

Como pode aferir-se, então, a quantidade de moeda que as pessoas e as empresas decidem manter em saldos líquidos com o objectivo acima referido? Em geral, pode dizer-se que esse montante representará uma certa percentagem do rendimento nominal, uma vez que o montante deste — admitindo que todas as transacções se efectuem usando a moeda como

<sup>(168)</sup> Este entendimento do papel da moeda poderia conduzir a uma *procura de moeda nula* se admitíssemos — como observa M. BLAUG, [2], II, 425 — um sistema totalmente informatizado que assegurasse a eficiência total dos meios de pagamento sincronizando, instantaneamente, todos os recebimentos e todas as despesas.

intermediário – determina o volume das compras potenciais cujo financiamento se deseja precisamente assegurar através da detenção de uma reserva temporária de poder de compra <sup>(169)</sup>.

Pode então escrever-se a função da procura de moeda assim entendida:  $M = k P_y$ .

Esta é a *equação de Cambridge*, que coloca no centro da análise o comportamento da procura de moeda, ao invés do que acontecia na *equação de Fisher*, em que o objecto fundamental da análise era a quantidade de moeda em circulação (i. é, a oferta de moeda). Agora, a teoria quantitativa surge como uma *teoria da procura de moeda* e não como uma *teoria do nível dos preços* ou do *rendimento nominal* <sup>(170)</sup>.

P e Y têm o mesmo significado que vimos atrás ao analisar a *versão-rendimento da equação de Fisher*;  $k$  é o inverso da velocidade-rendimento da moeda ( $V$ ), configurando-se como a proporção razoavelmente estável do rendimento monetário ( $PY$ ) que o público *deseja deter* sob a forma de moeda <sup>(171)</sup>.

Dir-se-á que, formalmente, esta *equação de Cambridge* não passa de uma transformação matemática da equação de Fisher na sua versão-rendimento: sendo  $MV = P_y$ ,

$$M = \frac{P_y}{V} = \frac{1}{V} P_y = k P_y.$$

<sup>(169)</sup> Segundo Marshall, as pessoas tenderiam a deter moeda como *cash balances* numa proporção estável do valor do rendimento, da riqueza ou da propriedade (cfr. M. DESAI, [2], 25).

<sup>(170)</sup> Como Schumpeter salienta, os economistas de Cambridge ocupavam-se, afinal de contas, da questão que então preocupava Walras: saber o que é o *encaisse désiré*, i. é., a quantidade de moeda que as pessoas e as empresas desejam conservar em cada momento (cfr. J. SCHUMPETER, 1.202). Também D. PATINKIN, [7], 5, se refere à *versão da teoria quantitativa em termos do encaisse désiré*, de Walras.

<sup>(171)</sup> Se, como observa M. Friedman, considerarmos  $k$  a *ratio observada* (efectiva), obteremos a equação  $M = k P_y$ , que traduz a *condição de equilíbrio ex ante*, surgindo  $M$  como a quantidade de moeda que se deseja deter, a qual não tem que ser necessariamente igual ao montante efectivamente detido. Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 200.

Por outro lado, na equação de Cambridge pressupõe-se — como na equação de Fisher — que o nível da produção em termos reais é determinado, a longo prazo, por factores reais e que  $k$  tende a manter-se relativamente estável, ao menos a curto e a médio prazos. Do mesmo modo, tal como Fisher, os autores da Escola de Cambridge aceitam que o efeito mais provável de uma variação da quantidade de moeda é uma variação directamente proporcional do nível geral dos preços <sup>(172)</sup>.

Vale a pena, no entanto, aprofundar a análise e pôr em destaque algumas diferenças significativas entre estas duas formulações da teoria quantitativa <sup>(173)</sup>.

1) No que se refere à noção de moeda, já dissemos que a *transactions-approach* considera como moeda tudo o que serve como meio de pagamentos, como meio de liquidar dívidas, enquanto que a *cash-balances approach* sublinha a função de *reserva temporária de poder de compra*. Esta última perspectiva permite incluir os depósitos a prazo (não mobilizáveis por cheque) na noção de moeda.

2) No que toca às técnicas analíticas, a *cash-balances approach* é mais facilmente enquadrável no esquema marshalliano da oferta e da procura do que a *transactions approach*. Tomando a equação de Cambridge como uma teoria da procura de moeda,  $P$  e  $y$  são duas das variáveis de que depende a procura de moeda, simbolizando  $k$  todas as outras variáveis, i. é, assumindo  $k$  não como um número constante mas como uma função de outras variáveis. Para que o esquema fique completo, basta outra equação que permita a análise da oferta de moeda como função de outras variáveis.

<sup>(172)</sup> Acompanhamos principalmente M. FRIEDMAN, [19], 436-438 e [25], 200-202.

<sup>(173)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [1], 30 e S. BARONTINI, 23.

Da teoria quantitativa na sua versão do equilíbrio de encaixes monetários (i. é, como teoria da procura de moeda) pode extrair-se a sugestão de organizar a análise dos fenómenos monetários tendo em conta, por um lado, os factores que determinam a *quantidade nominal de moeda* que pode ser detida (as condições que determinam a oferta de moeda) e, por outro lado, os factores que determinam a *quantidade real de moeda* que a comunidade deseja deter (as condições que determinam a procura de moeda).

3) Ao expressarmos o sentido da equação de Cambridge, dir-se-á, como o fizeram os economistas de Cambridge, que “o público decide” ou “o público escolhe” deter  $kP$  em saldos líquidos. E estas expressões indiciam — como salienta Schumpeter <sup>(174)</sup> — que a equação de Cambridge constitui uma ponte psicológica no sentido de ideias posteriores (nomeadamente as de Keynes). A equação de Cambridge valoriza o elemento voluntarístico (as decisões individuais) na função da procura de moeda (sugerindo a análise dos motivos que subjazem a essas decisões) e anuncia um esquema baseado numa espécie de equilíbrio de vantagens (entre deter moeda em saldos líquidos e deter outras formas de riqueza), o que nos aproxima da óptica da teoria keynesiana da preferência pela liquidez <sup>(175)</sup>.

<sup>(174)</sup> Cfr. SCHUMPETER, 1.203 e também S. BARONTINI, 22/23.

<sup>(175)</sup> Como é sabido, Marshall e os seus seguidores consideraram o que, em linguagem keynesiana, poderíamos designar por motivo-transacções e motivo-precaução da preferência pela liquidez, ambos dependentes do nível do rendimento.

D. Patinkin chama a atenção para o facto de os economistas da Escola de Cambridge terem feito referências à influência da taxa de juro sobre a procura de moeda. Mas sustenta que essa influência não foi verdadeiramente integrada no esquema teórico de Cambridge. Nomeadamente quando se trata de explicar as variações da velocidade de circulação da moeda ao longo do ciclo económico. Por isso mesmo é que Patinkin defende que a teoria keynesiana da preferência pela liquidez é uma teoria nova (cfr. D. PATINKIN, [7], 20).

4) A equação de Fisher destaca a importância dos aspectos mecânicos do pagamento (v. g. as práticas usadas nos pagamentos, os arranjos financeiros e económicos para efectuar transacções, a velocidade dos transportes e comunicações), que condicionam o tempo necessário para que os pagamentos se efectuem <sup>(176)</sup>.

A equação de Cambridge abre caminho à valorização das variáveis que afectam a utilidade da moeda como activo. Na verdade, os economistas de Cambridge relacionam a procura de moeda não apenas com factores institucionais (à semelhança de  $V$  na equação de Fisher) mas também com a comodidade e segurança que a sua detenção proporciona perante as incertezas acerca do futuro e também com os custos de oportunidade da detenção de moeda em vez de outros activos, abrindo assim caminho – que eles deixaram por explorar – à análise da procura de moeda no quadro da *portfolio theory* <sup>(177)</sup>.

Mark Blaug reconhece isto mesmo, embora saliente que a equação de Cambridge não contém qualquer variável representativa dos custos de oportunidade da detenção de moeda,

<sup>(176)</sup> A ênfase atribuída a estes aspectos levou muitos autores a admitir que a velocidade de circulação da moeda cresceria com o tempo, em consequência das melhorias tecnológicas nos transportes e comunicações, que facilitam o processo de pagamentos. M. Friedman sustenta, no entanto, que a velocidade não mostra tendência para crescer com o tempo. Se alguma tendência se registou foi no sentido de a velocidade declinar nos países economicamente progressivos, à medida que cresce o rendimento real (tendência menos pronunciada, porém, quando se define a moeda em sentido estrito, sem incluir depósitos não mobilizáveis por cheque). Esta tendência da velocidade para baixar teria contribuído para se passar a dar mais ênfase à função da moeda como reserva temporária de poder de compra, desvalorizando a sua função de intermediário nas trocas. Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 437 e [25], 201.

<sup>(177)</sup> Os economistas de Cambridge chegaram à noção de “optimum portfolio”, mas não conseguiram integrar a *portfolio approach* na teoria monetária. É isto o que procura mostrar D. PATINKIN, [5], 255/256 e [7], 15.



nomeadamente a taxa de juro ou o rendimento dos activos não monetários alternativos. No entanto — observa Blaug — a aplicação dos princípios da maximização da utilidade teria facilmente sugerido que o aumento da taxa de juro induz uma diminuição de  $k$ , do mesmo modo que a diminuição da taxa de juro, ao reduzir os custos de oportunidade da detenção de moeda, conduzirá a um aumento de  $k$ . Estranha, por isso, que a teoria monetária de Cambridge nunca tenha afirmado *expressamente* a dependência funcional de  $k$  quer da taxa de juro quer da taxa de rendimento dos activos não monetários. Daí o comentário final de Mark Blaug: se em 1923 (“A Tract on Monetary Reform”) “Keynes tivesse lido Wicksell, poderia ter chegado à função da procura de moeda que incorpora variações da taxa de juro muito antes da *General Theory*”<sup>(178)</sup>.

11.5. — Justifica-se, pois, um breve apontamento sobre a contribuição de Wicksell (1851 — 1926) para a problemática de que agora nos ocupamos.

Embora seja de 1898 a 1.ª edição do livro do autor sueco com interesse para o nosso tema, só em 1936 ele chegou ao conhecimento da comunidade de língua inglesa, com a publicação em Londres da respectiva tradução, sob o título “Interest and Prices”. Esta circunstância é que explica que só quase a título póstumo tenha sido reconhecido o pioneirismo deste autor — que Schumpeter chama o “Marshall nórdico” — relativamente a alguns pontos integrantes da construção keynesiana<sup>(179)</sup>.

<sup>(178)</sup> Cfr. M. BLAUG, [2], II, 426/427.

<sup>(179)</sup> Algumas das suas ideias fundamentais (v. g., sobre o “processo cumulativo”) tinham sido conhecidas antes, através de um artigo publicado em 1907 no *Economic Journal*. As “Lectures” (original sueco de 1906) só foram traduzidas para inglês em 1954. Cfr. J. SCHUMPETER, 1.177.

Wicksell apresenta claras ligações com a tradição quantitativa, mantendo-se fiel à “dicotomia clássica” e pressupondo uma economia que funciona nas condições do pleno emprego, situação em que as alterações monetárias se traduzem essencialmente em alterações do nível dos preços e não em alterações dos níveis da produção e do emprego.

Como abundantemente demonstra Patinkin<sup>(180)</sup>, Wicksell sempre se considerou partidário da teoria quantitativa e um dos seus mais leais defensores perante os críticos dela<sup>(181)</sup>. Opôs-se, no entanto, às formulações mecânicas da teoria quantitativa tradicional e defendeu a necessidade de a racionalizar enquanto teoria económica. Ele próprio sublinha que “qualquer teoria monetária digna desse nome deve ser capaz de mostrar como e porquê a procura de bens excede ou fica aquém da oferta de bens em dadas condições”. Trata-se de reconhecer a necessidade de introduzir na teoria económica o estudo do papel da moeda no processo económico no seu conjunto, perspectiva que escapava à teoria quantitativa e que passará para plano secundário o núcleo central das preocupações quantitativas (as relações entre a quantidade de moeda em circulação e o nível geral dos preços, ou a explicação das variações do valor da moeda)<sup>(182)</sup>.

Esta perspectiva obrigava a estabelecer as conexões entre a moeda e o nível da produção, a analisar os critérios da repartição do rendimento entre consumo e aforro, a estudar os fac-

<sup>(180)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [2], 587 e [4], 84. Cfr. também M. BLAUG, [2], II, 435.

<sup>(181)</sup> A teoria quantitativa da moeda — escreveu Wicksell, *apud* NOBAY/JOHNSON, 473 — foi “o mais capaz de todos os métodos de interpretação até agora enunciados das oscilações do nível geral dos preços”.

<sup>(182)</sup> Wicksell considerou a análise da influência de curto prazo das alterações monetárias sobre a produção em termos reais não como uma questão de menor importância no quadro da análise fundamental da neutralidade da moeda a longo prazo, mas como uma questão importante em si mesma, que vale a pena aprofundar. Cfr. D. PATINKIN, [6], 19.

tores de que depende o volume do investimento (o que não poderia deixar de lado o papel da taxa de juro), chegando a uma noção de *equilíbrio monetário* que surge como reflexo do equilíbrio do sistema económico no seu conjunto <sup>(183)</sup>. Em geral, os autores atribuem a Wicksell o mérito de ter aberto os horizontes da investigação económica neste sentido <sup>(184)</sup>.

A chave da teoria do valor da moeda de Wicksell reside na distinção entre *taxa de juro de mercado* e *taxa de juro natural*, como bem salienta Schumpeter <sup>(185)</sup>. Utilizando outras expressões para traduzir este último conceito, Wicksell fala de *taxa de juro ordinária* ou *comum* e de *taxa de juro normal*, e explica que ele equivale ao “juro natural do capital”, aos “lucros médios do capital”, ao “rendimento esperado do capital recentemente criado”, formulações que não podem deixar de recordar o conceito keynesiano de “eficiência marginal do capital”, como observa Mark Blaug. A *taxa de juro de mercado* ou *taxa de juro bancária* é a taxa de juro praticada pelos bancos nos empréstimos que concedem (“the contractual rate of interest”). Esta é uma taxa determinada pela procura e pela oferta de crédito (fundos de empréstimo), sendo a procura de crédito constituída pela procura de fundos com vista ao investimento e pela procura de saldos monetários para entesouramento, e a oferta de crédito constituída pelo aforro das famílias e das empresas e pelo crédito bancário <sup>(186)</sup>.

<sup>(183)</sup> Cf. F. VITO, 3, 85.

<sup>(184)</sup> Cf. F. VITO, 3, 86; J. SCHUMPETER, 1.212-1215; NOBAY/JOHNSON, 473/474; S. BARONTINI, 12-14; M. BLAUG, [2], II, 427-436. Em regra, reconhece-se, no entanto, o papel precursor do estudo de Thornton, de 1.802 (cfr. por todos J. SCHUMPETER, 791-796).

<sup>(185)</sup> Cf. J. SCHUMPETER, 1.212.

<sup>(186)</sup> Cf. M. BLAUG, [2], II, 429 e 432. Para uma apreciação crítica da aproximação entre as categorias de Wicksell e a eficiência marginal do capital keynesiana, cfr. J. SCHUMPETER, 1.213, nota.

Esclarecidos os conceitos, vejamos como é que Wicksell integra esta distinção na sua teoria através do famoso *processo cumulativo*.

Wicksell associava a teoria quantitativa a uma noção de moeda que considerava como tal apenas a moeda metálica (que servia como meio legal de pagamentos e como reserva em última instância do sistema bancário) e o papel-moeda emitido com garantia de reservas metálicas de 100%. Na noção de moeda não incluía, pois, os depósitos à ordem.

No quadro deste “sistema monetário puro”, o aumento da quantidade de moeda vai originar um aumento dos depósitos nos bancos, aumentando as respectivas reservas — que constituem “uma espécie de detenção colectiva de saldos líquidos” (uma espécie de liquidez colectiva) — e não a quantidade de moeda nas mãos do público. O aumento dos preços não pode imputar-se, portanto, directamente, a nenhum *real-balance effect*, como pretendiam as formulações tradicionais da teoria quantitativa. É necessário encontrar outra explicação para a subida dos preços resultante do aumento da quantidade de moeda. É este o papel do *processo cumulativo* da teoria wickselliana <sup>(187)</sup>.

O aumento da quantidade de moeda provoca um excesso de reservas, o que pressiona os bancos a reduzir “the contractual rate of interest” (“the money rate”) para valores abaixo da taxa “natural” ou “real” de juro. Os empresários são assim incentivados a contrair mais empréstimos, provocando um aumento da procura e dos preços dos bens e serviços que eles compram.

Por outro lado, diminui o incentivo ao aforro, aumentando consequentemente a procura de bens de consumo e os

---

<sup>(187)</sup> Cf. D. PATINKIN, [2], 587-597 e [4], 84-87; M. BLAUG, [2], II, 428-435.

respectivos preços, tanto mais que o aumento do investimento se traduz em mais rendimentos distribuídos sem aumentar de imediato a produção de bens de consumo <sup>(188)</sup>. Os maiores lucros dos empresários levam-nos a aumentar o recurso ao crédito para a aquisição de mais elementos de produção, processo que desencadeará o aumento dos salários e dos preços em geral.

Este processo de subida dos preços — sustenta Wicksell — é *cumulativo*. Com esta designação exprime ele a ideia de que o processo de subida dos preços desencadeado por uma certa discrepância inicial entre a taxa de juro bancária e a taxa de juro natural se manterá de forma continuada enquanto aquela discrepância se mantiver, sem necessidade de uma diminuição posterior da taxa de juro.

Mas este processo não pode manter-se indefinidamente <sup>(189)</sup>. É que a própria expansão do crédito concedido pelos bancos (por praticarem uma taxa de juro inferior à taxa real) acaba por provocar uma sangria dos seus recursos, que os

---

<sup>(188)</sup> A inflação não teria que ocorrer necessariamente se o processo cumulativo gerasse aforro voluntário adicional, o que não é muito provável. Cfr. M. BLAUG, [2], II, 429.

<sup>(189)</sup> Numa economia em que o sistema bancário opere nas condições atrás referidas (“sistema monetário puro”) o processo de subida dos preços só poderia manter-se indefinidamente se as reservas dos bancos fossem continuamente alimentadas por novas entradas de ouro, uma vez que só nestas condições os bancos poderiam dispor de reservas folgadas (ou mesmo em excesso), que lhes permitissem manter duradouramente a taxa de juro bancária inferior à taxa de juro real.

A situação seria diferente na hipótese que Wicksell designa por “sistema de crédito puro”, em que a moeda é constituída apenas por depósitos à ordem e em que o crédito concedido pelo banco central constitui a única forma de reservas bancárias. Nestas condições — admite Wicksell —, os bancos não são obrigados a manter reservas em ouro e a concessão de crédito não põe em causa as suas reservas de caixa. Os bancos poderiam, por isso, determinar à sua vontade o nível dos preços, mantendo a taxa de juro bancária inferior (ou superior) à taxa natural durante o tempo necessário para que se atinja o nível de preços desejado, passando então a praticar taxas contratuais iguais à taxa real de juro. Cfr. D. PATINKIN, [2], 594/595.

obrigará a subir a taxa de juro do mercado. No mesmo sentido concorrem as consequências do próprio processo de subida dos preços que exige mais moeda em circulação e, portanto, menos depósitos e menores reservas bancárias. A protecção das reservas vai exigir a subida da taxa de juro bancária até que esta iguale a taxa de juro natural. Nesta situação, deixa de haver razões para que os empresários procurem mais fundos de empréstimo. A parificação das duas taxas (igual à parificação entre o custo do capital de empréstimo e a taxa de rendimento esperada dos novos investimentos) permite assim ultrapassar a situação de desequilíbrio de curto prazo geradora de inflação e assegurar de novo o equilíbrio *ex ante* entre o investimento e o aforro <sup>(190)</sup>.

Perante as duas situações extremas consideradas por Wicksell, parecem-nos perfeitamente pertinentes o comentário e a conclusão de Mark BLAUG, [2], II, 429: "No mundo real, a elasticidade do crédito bancário não é nem infinita, como num 'sistema de crédito puro', nem nula como num 'sistema de numerário puro'. As autoridades monetárias podem iniciar um processo cumulativo, mas cedo ou tarde serão forçadas a pará-lo. Afinal o processo cumulativo de Wicksell não é mais do que uma análise dos determinantes da oferta de moeda nas diferentes condições possíveis de existência de instituições monetárias e em diferentes regimes de política monetária."

<sup>(190)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [4], 85. O próprio Wicksell discute a aparente contradição entre a sua teoria acerca do processo cumulativo e os dados empíricos, os quais mostrariam que, historicamente, taxas de juro e nível dos preços variam no mesmo sentido (a este comportamento chamaria Keynes *paradoxo de Gibson*). Mas Wicksell interpreta esses dados em termos que lhe permitem concluir que eles confirmam a predição tornada possível pela sua teoria: na verdade, o que varia em primeiro lugar é a *taxa natural*. Avanços tecnológicos ou outros desenvolvimentos provocam a subida desta taxa, enquanto os bancos se atrasam no processo de ajustamento das taxas por eles cobradas. Daí que, mesmo que as taxas monetárias de juro subam, continuem a cifrar-se em valores inferiores ao da taxa natural, provovendo a expansão do crédito bancário e a subida contínua dos preços. Nas próprias palavras de Wicksell: "O nosso problema é o de mostrar que nos períodos em que se observam movimentos altistas dos preços a taxa de juro contratual — a taxa monetária — foi *baixa* relativamente à taxa natural, e que nos períodos de preços descendentes ela foi relativamente *alta*. É apenas neste

Wicksell elaborou um mecanismo segundo o qual as variações da quantidade de moeda influenciam a taxa de juro, que por sua vez vai influenciar o volume dos investimentos; este depende do confronto entre a taxa de juro praticada pelos bancos e a taxa de rendimento esperada da utilização de novos capitais; as variações do volume do investimento irão, por sua vez, provocar variações do nível dos preços. Em síntese: Wicksell procurou mostrar que nas economias em que o crédito está presente o sistema bancário tem a possibilidade de influenciar o nível dos preços através da taxa de juro, pondo de lado o *mecanismo de transmissão directa* da tradição quantitativista, que vem de Cantillon e Hume até Marshall, e recuperando o *mecanismo de transmissão indirecta*, que remonta às teses de Thornton, Ricardo e J. S. Mill.

O primeiro relaciona directamente a moeda e os preços dos bens e serviços: se, em virtude do aumento da quantidade de moeda, as pessoas detêm mais poder de compra (maior quantidade de moeda em termos reais) do que o desejado, irão desfazer-se da moeda que detêm a mais, gastando-a em bens e serviços, cujos preços aumentarão na proporção da injeção monetária. O segundo relaciona a moeda e os preços através da taxa de juro: o aumento da quantidade de moeda em circulação

sentido relativo que a taxa de juro monetária é relevante no que toca aos movimentos dos preços. Pode concluir-se que é absolutamente inútil tentar demonstrar a existência de qualquer relação directa entre movimentos absolutos da taxa de juro ou da taxa de desconto e movimentos dos preços”.

D. PATINKIN, [4], procura mostrar que os dados disponíveis não afastam as teses de Wicksell. Fica, assim, confortada igualmente a conclusão do próprio Patinkin em outro trabalho ([2], 592): “A actuação do processo cumulativo não implica que o sistema seja instável e que, depois da sua perturbação inicial, continue a mover-se fora de uma posição de equilíbrio. Pelo contrário, através dos seus efeitos sobre as reservas bancárias, o processo cumulativo tem, na análise de Wicksell, o papel de mecanismo equilibrador fundamental, obrigando os bancos a eliminar qualquer discrepância entre a taxa de juro que eles estabelecem e a taxa real, restaurando assim o equilíbrio no mercado do crédito”.

na economia provoca uma redução da taxa de juro, a qual vai incentivar as despesas de investimento, exercendo uma pressão altista nos preços até que as condições de equilíbrio sejam de novo restabelecidas através da fixação da taxa de juro de mercado adequada. A taxa de juro de mercado que assegura a estabilidade dos preços é aquela que garante que o investimento líquido (a procura de capital de empréstimo) não excede o volume do aforro voluntário. E isto acontece quando a taxa de juro de mercado corresponde ao nível da taxa natural de juro (o rendimento esperado do capital recentemente criado). São estas as condições do *equilíbrio monetário* wickselliano: taxa de juro de mercado igual à taxa de juro natural; igualdade *ex ante* entre aforro e investimento; estabilidade do nível dos preços <sup>(191)</sup>.

A defesa do "interest rate mechanism" atrás referido abriu caminho a uma perspectiva de análise diferente da *cash-balances approach*, uma perspectiva nova, que relaciona rendimento e despesa ("income-expenditures approach"), na qual assentará a construção keynesiana. Com Nobay e Johnson, pode concluir-se que, "numa perspectiva histórica, o mecanismo de transmissão wickselliano, originariamente desenvolvido como uma formulação dinâmica da teoria quantitativa, transformou-se no chamado mecanismo keynesiano" <sup>(192)</sup>.

<sup>(191)</sup> Cfr. M. BLAUG, [2], II, 430 e NOBAY/JOHNSON, 743.

Schumpeter admite que se a taxa de juro de mercado subir até um valor pelo menos equivalente ao da taxa natural poderá produzir-se uma situação insustentável, em que o investimento empreendido sob o estímulo de uma taxa de juro 'artificial' baixa se transforma numa fonte de prejuízos: a euforia do *boom* termina em liquidação de empresas que gera a depressão. Schumpeter ilustra assim a sua ideia de que, embora sem ter enunciado uma teoria monetária do ciclo económico, Wicksell abriu caminho para ela (cfr. J. SCHUMPETER, 1.214/1.215).

<sup>(192)</sup> Cfr. NOBAY/JOHNSON, 474 e 479, autores que salientam ser o "interest rate mechanism", em regra considerado como 'keynesiano', uma perspectiva bastante generalizada na teoria monetária anterior à *General Theory*.



Em síntese, diremos que a contribuição de Wicksell se traduziu, no âmbito da problemática que agora nos interessa, na inserção da moeda na teoria da produção e do crescimento económico, via que foi seguida posteriormente por diversas correntes (Myrdal e Lindall, da escola sueca; Hayek, da escola austríaca), entre as quais se destaca a iniciada com a publicação da *General Theory* por Keynes, o qual vem frontalmente rejeitar a teoria quantitativa e o seu quadro de pressupostos e privilegiar a análise do caso que Wicksell ignorou, i. é, o caso de uma economia que labora abaixo do pleno emprego.

## 12. — A “revolução keynesiana” enquanto crítica do pensamento quantitavista.

12. — Os autores salientam que a teoria quantitativa da moeda tinha caído em descrédito antes da Grande Depressão e antes, portanto, da publicação da *General Theory* <sup>(193)</sup>. Quer o Keynes do *Treatise on Money* (1930), quer Myrdal (*Monetary Equilibrium*, 1931), quer Hayek (*Prices and Production*, 1931) tinham-se dedicado aos problemas da teoria monetária e tinham mostrado a inadequação da teoria quantitativa para analisar e compreender as relações entre a moeda e a actividade económica. Keynes manteve-se então nos quadros da escola de Cambridge e Myrdal e Hayek raciocinaram igualmente nos quadros da teoria neoclássica.

É certo, pois, que a teoria quantitativa tinha sido já apontada como uma grosseira aproximação à teoria monetária, como um quadro teórico demasiado simplista para a compreensão do papel da moeda na economia, como um obstáculo real ao progresso da teoria monetária (Hayek). No entanto, é

---

<sup>(193)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 51 e M. DESAI, [2], 33-35.

o próprio Milton Friedman quem sublinha que “o êxito da revolução keynesiana levou à sua rejeição talvez pela maioria dos economistas profissionais” (194).

Já nos referimos no início deste trabalho ao ambiente em que ocorreu a “revolução keynesiana”. A crise profunda em que tinha mergulhado o mundo capitalista e as negras perspectivas que então se perfilavam acerca do seu futuro permitiram a Keynes tratar com sobrançeria “o famoso *optimismo* da teoria económica tradicional, optimismo em razão do qual os economistas acabaram por ser considerados como Cândido que, tendo abandonado o mundo para cultivar o seu jardim, ensinam que tudo vai da melhor maneira no melhor dos mundos possível, desde que se deixe o mundo entregue a si próprio”. A notória incapacidade da teoria económica até então dominante para explicar as dificuldades sentidas e para apontar soluções credíveis para a crise permitiram a Keynes ‘culpar’ a teoria económica clássica de todos os males, “uma vez que, depois de Malthus, os economistas profissionais parecem ter sido insensíveis ao desajustamento entre as conclusões da sua teoria e os factos observados”, enquanto que “o público, ao contrário, não deixou de pôr em relevo esse desacordo, o que explica, aliás, a sua repugnância em reconhecer aos economistas o tributo de respeito que concede às outras categorias de cientistas” (195).

(194) Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 193.

(195) Cfr. J. KEYNES, [1], 33. Admitindo como pressuposto a situação de pleno emprego, os economistas clássicos não tinham lugar para o *desemprego involuntário*. Não tinham, pois, outra alternativa que não fosse, como vimos atrás, a de considerar que o *desemprego aparente* era, em princípio, *desemprego voluntário*, resultante da recusa, por parte dos titulares dos factores de produção não utilizados, em aceitar uma remuneração em correspondência com a sua produtividade marginal. Keynes comenta ([1], 16): “Os teóricos da escola clássica parecem géometras euclidianos que, encontrando-se num mundo não euclidiano e verificando que, de facto, as linhas rectas que parecem paralelas se cortam frequentemente, criticassem as

A acrescentar a estas considerações, cremos, no entanto, que vale a pena sublinhar com Schumpeter que a *General Theory*, “por grande que seja o seu mérito analítico, deve sem dúvida a sua carreira vitoriosa em primeiro lugar ao facto de a sua argumentação dar força a algumas das preferências políticas de grande número de economistas modernos” <sup>(196)</sup>.

12.1. – Vejamos então como é que a construção keynesiana se ergueu contra os pressupostos e os conceitos fundamentais do pensamento quantitativista. Dissemos que a teoria quantitativa da moeda pressupõe a validade da lei de Say e a ideia de que a economia funciona permanentemente nas condições de pleno emprego. E já vimos que Keynes veio negar a validade da lei de Say e veio defender a possibilidade (bastante forte) de as economias registarem situações de equilíbrio com desemprego.

Dissemos também que para os quantitativistas a moeda é *neutra* no sentido de que as forças reais da economia actuam por detrás desse véu como se a moeda não existisse; nos termos da *dicotomia clássica*, a moeda não pode influenciar as grandezas reais da economia (a produção em termos reais, o emprego, a afectação de recursos). E já vimos que Keynes nega a dicotomia clássica e introduz a moeda na teoria geral da produção e do emprego, ultrapassando o seu entendimento como simples intermediário nas trocas e pondo em relevo a função da moeda como reserva de valor, como “elo entre o presente e o futuro” <sup>(197)</sup>.

linhas por não serem rectas, sem ver qualquer outro remédio para as desencontradas intersecções que se produzem. Na verdade não há outro remédio senão rejeitar o postulado de Euclides e pôr de pé uma geometria não euclidiana. Uma operação deste género é hoje necessária no domínio da ciência económica”.

<sup>(196)</sup> Cfr. J. SCHUMPETER, 1.215, nota. “Em contrapartida — comenta Schumpeter —, Hayek nadava politicamente contra a corrente”.

<sup>(197)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 293/294.

Dissemos atrás que os quantitativistas clássicos privilegiaram a óptica de longo prazo e colocaram no centro da sua análise a explicação do valor da moeda (ou do nível geral dos preços). E vimos que Keynes se situou essencialmente na óptica do curto prazo e colocou no primeiro plano da teoria económica o problema do emprego (ou o do desemprego).

Veremos a seguir como é que Keynes introduziu a moeda na teoria geral da produção e do emprego. Como é que, nas suas próprias palavras, ele introduziu a moeda na “cadeia de relações causais”, de modo a fazer uma ideia acerca da “forma pela qual as variações da quantidade de moeda intervêm no sistema económico” (198).

Começemos por admitir, com Keynes, uma economia em que, enquanto houver desemprego, a oferta de todos os elementos produtivos é infinitamente elástica; em que os outros recursos não utilizados são todos homogéneos (plenamente substituíveis uns pelos outros no que se refere à sua aptidão para produzir os bens necessários) e perfeitamente divisíveis; em que as taxas de remuneração dos diversos factores de produção que entram no custo marginal variam todas na mesma proporção; em que os titulares dos vários factores de produção aceitam todos a mesma remuneração enquanto não estiverem todos empregados; uma economia em que a produção se faça sempre a custos constantes (ou com rendimentos constantes).

Admitamos a seguir que numa tal economia a quantidade de moeda em circulação aumente, em resultado de operações de compra de títulos no mercado aberto por parte das autoridades monetárias. Dadas as condições acima referidas, o aumento da quantidade de moeda vai provocar a baixa da taxa

---

(198) Cfr. J. KEYNES, [1], 173.

de juro <sup>(199)</sup>; a diminuição da taxa de juro estimulará o fluxo do investimento; o aumento do investimento traduz-se num aumento da procura efectiva global, em função do efeito multiplicador do investimento; enquanto houver desemprego, o aumento da procura efectiva vai provocar o aumento do emprego e o aumento da produção em termos reais, mantendo-se os preços inalterados <sup>(200)</sup>. Na óptica de Keynes, a moeda deixa de ser neutra: as variações da quantidade de moeda influenciam as decisões de despesa e, portanto, o nível da produção e do emprego <sup>(201)</sup>. Mas a *income-expenditures approach* keynesiana deixa claro que essa influência não se exerce directamente, operando apenas indirectamente, através das variações das taxas de juro.

Nos quadros da teoria clássica, se aumenta a quantidade de moeda e os agentes económicos se vêem com dinheiro a mais do que o necessário para as suas transacções, eles vão desfazer-se dos saldos líquidos em excesso aumentando a procura de bens e serviços: a variação da quantidade de moeda influencia *directamente* o nível das despesas (é o *mecanismo de transmissão directa*). No pressuposto de que a economia funciona sempre

---

<sup>(199)</sup> Keynes reconhece a existência de “uma gama de taxas de juro correntes a prazos diferentes”. No entanto, para simplificar, raciocina em termos de *uma taxa de juro*, em regra a taxa de juro dos títulos da dívida de longo prazo. Cfr. J. KEYNES, [1], 167 e 205.

<sup>(200)</sup> Só nestas condições pode aceitar-se a seguinte observação de Mark BLAUG ([2], II, 426): “Em grande parte da sua análise, Keynes inverteu as hipóteses da teoria quantitativa, considerando os preços fixos e a produção variável”.

<sup>(201)</sup> Os primeiros keynesianos consideravam ineficaz o mecanismo de transmissão (através da taxa de juro) dos efeitos das variações do sector monetário sobre o sector real da economia, quer porque admitiam uma elevada elasticidade-juro da procura de moeda, quer porque pensavam que as decisões de investimento eram (muito) pouco sensíveis à taxa de juro. Quer dizer: consideravam a moeda uma variável pouco importante na determinação da procura agregada. Alguns defenderam mesmo, como sabemos, que “money does not matter”.

em condições de pleno emprego, o aumento da quantidade de moeda traduzir-se-á em aumento do nível geral dos preços.

É diferente a concepção keynesiana do mecanismo de transmissão. O aumento da oferta de moeda vai provocar o aumento da procura de títulos. Daqui resultará o aumento das suas cotações e a baixa do respectivo rendimento. Estas modificações nos mercados financeiros conduzirão a uma baixa generalizada das taxas de juro, o que estimulará o aumento do investimento e o posterior aumento do consumo (em função da propensão marginal ao consumo). Quer dizer: as variações da quantidade de moeda só *indirectamente* influenciam o nível das despesas: este varia na medida em que a variação da taxa de juro fizer variar o nível do investimento e na medida em que, por força do multiplicador, a variação do investimento provocar efeitos multiplicados na procura efectiva agregada (é o *mecanismo de transmissão indirecta*) <sup>(202)</sup>.

A *income-expenditures approach* keynesiana deixa claro também que o raciocínio acima enunciado só é válido fora das situações de pleno emprego, i. é, à margem dos pressupostos da teoria quantitativa da moeda. Enquanto houver desemprego, o aumento da quantidade de moeda e conseqüente aumento da procura efectiva provocará um aumento exactamente proporcional do emprego e da produção, não exercendo qualquer influência sobre o nível geral dos preços (admitindo-se a produção a custos constantes); logo que se atinja a situação de pleno emprego, o aumento da quantidade de moeda traduzir-se-á em aumento do nível geral dos preços, uma vez que o aumento da procura efectiva já não pode provocar o aumento

<sup>(202)</sup> A natureza do mecanismo de transmissão não se altera com a introdução da *portfolio approach*: o aumento da quantidade de moeda provocará o aumento da procura de activos financeiros no respectivo mercado, o que vai afectar as taxas de juro e, por esta via indirecta, o volume da despesa agregada.

da produção em termos reais. Keynes pode concluir deste modo o seu raciocínio: “Se a oferta permanecer perfeitamente elástica enquanto houver desemprego e se se tornar perfeitamente inelástica logo que se atinja o pleno emprego, e se, por outro lado, a procura efectiva variar na mesma proporção que a quantidade de moeda, a Teoria Quantitativa da Moeda pode ser enunciada nos seguintes termos: ‘Enquanto existir desemprego, o emprego varia proporcionalmente à quantidade de moeda; logo que for atingido o pleno emprego, os preços variam proporcionalmente à quantidade de moeda’”<sup>(203)</sup>.

12.2. — Keynes admitia que, normalmente, a economia funcionava aquém do nível de pleno emprego. E admitia que, nestas condições, o aumento da quantidade de moeda produzirá uma redução da taxa de juro suficiente para, tendo em conta a eficiência marginal do capital, estimular um aumento do fluxo de investimento capaz de assegurar, através do mecanismo do multiplicador, um aumento da procura efectiva que poderá conduzir ao pleno emprego. Mas o próprio Keynes advertia para as ‘facilidades’ do modelo acima exposto, que confessa ter elaborado com base em “hipóteses demasiado simplificadoras para ficar em condições de enunciar uma Teoria Quantitativa da Moeda”: “se formos tentados a ver na moeda o elixir que estimula a actividade do sistema — escreve Keynes<sup>(204)</sup> —, lembremo-nos de que pode haver vários obstáculos entre a taça e os lábios”. E Keynes encarrega-se de chamar a atenção para esses obstáculos.

Como questão fundamental, Keynes afirma a necessidade de analisar mais profundamente a relação de causalidade entre

<sup>(203)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 295. A teoria quantitativa da moeda na sua formulação clássica não passaria, como se vê, de um mero caso particular deste enunciado keynesiano.

<sup>(204)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 173.

a variação da quantidade de moeda e a variação da procura efectiva. A seu ver, esta relação pode ser influenciada pelas diferenças entre as variações relativas das remunerações atribuídas aos diversos factores de produção. E é influenciada, sobretudo, pela diferente proporção que marca a divisão do efeito de um aumento da procura efectiva entre o aumento do emprego e a subida dos preços. Na verdade, os preços não sobem (proporcionalmente à quantidade de moeda) apenas a partir da situação de pleno emprego, mantendo-se constantes, apesar do aumento da quantidade de moeda, enquanto houver desemprego: os preços vão subindo progressivamente à medida que o volume do emprego e da produção vai aumentando.

Este é um processo condicionado por vários factores (não independentes entre si), que Keynes analisa em pormenor <sup>(205)</sup>. Ei-los: 1.º — as variações da procura efectiva não são exactamente proporcionais às variações da quantidade de moeda <sup>(206)</sup>;

<sup>(205)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 296 ss.

<sup>(206)</sup> É claro que o efeito das variações da quantidade de moeda sobre o montante da procura efectiva depende basicamente das variações da taxa de juro resultantes das variações da quantidade de moeda. Esta relação quantidade de moeda-taxa de juro pode aferir-se através de três elementos fundamentais na construção keynesiana: 1) a curva da preferência pela liquidez (que indica quanto tem de baixar a taxa de juro para que a moeda adicional seja absorvida pelas pessoas desejosas de conservar moeda líquida); 2) a curva da eficiência marginal do capital (que indica em que medida uma dada redução da taxa de juro vai traduzir-se em aumento do investimento); 3) o multiplicador do investimento (que indica em que medida um dado aumento do investimento se traduz em aumento da procura efectiva global).

A verdade, porém — salienta J. KEYNES, [1], 298 —, é que estes três elementos são eles próprios influenciados pelos quatro restantes factores enunciados a seguir no texto. Com efeito, a curva da preferência pela liquidez depende da quantidade de moeda nova absorvida para corresponder às necessidades de pagamentos comerciais e privados. E essa quantidade depende, por sua vez, do aumento da procura efectiva e do modo como esse aumento é repartido entre a alta dos preços, a alta dos salários e o aumento da produção e do emprego. No que toca à curva da eficiência marginal do capital, ela depende em parte do efeito que o



2.º — os recursos não são homogêneos, o que significa que a produção não se faz em condições de rendimentos constantes (ou de custos constantes), antes com rendimentos decrescentes à medida que o emprego aumenta, justificando que o aumento

---

aumento da quantidade de moeda e as circunstâncias que o acompanham exercem nas expectativas acerca da situação monetária futura. O multiplicador, finalmente, depende do modo como o rendimento novo criado pelo aumento da procura efectiva vai ser distribuído pelas diferentes classes de consumidores (que não têm a mesma propensão ao consumo e não compram os mesmos bens).

Preocupações deste tipo surgem com frequência em outras passagens da *General Theory* (Cfr. J. KEYNES, [1], 171-173, 207/208, 218/219). Em regra — observa Keynes —, podemos admitir que a curva da preferência pela liquidez, que relaciona a quantidade de moeda com a taxa de juro, é uma linha regular ao longo da qual a taxa de juro baixa à medida que a quantidade de moeda aumenta. No entanto, podem verificar-se certas circunstâncias em que mesmo um aumento considerável da quantidade de moeda exerce apenas uma influência relativamente fraca sobre a taxa de juro. Será assim se o aumento significativo da quantidade de moeda provocar um tão elevado grau de incerteza acerca do futuro que aumente a preferência pela liquidez pelo motivo-precaução; será assim também se existir uma opinião tão generalizada acerca da evolução da taxa de juro que uma pequena variação das taxas actuais provoque uma variação em grande escala da procura de moeda. Dadas estas circunstâncias, pode, pois, acontecer que a procura de moeda aumente mais que a oferta de moeda, e a taxa de juro não baixe. Tudo depende do comportamento da preferência pela liquidez.

Por outro lado, se a baixa da taxa de juro incentiva, em princípio, *coeteris paribus*, o aumento do fluxo do investimento, este efeito pode não se verificar se a eficiência marginal do capital baixar mais que a taxa de juro. É de esperar também que, *coeteris paribus*, o aumento do fluxo do investimento se traduza em aumento do emprego e do rendimento. Mas isto pode não se verificar, se a propensão ao consumo diminuir. É que o efeito do aumento do investimento sobre o nível do rendimento real tem que ver com o multiplicador, e a grandeza deste depende do modo como for repartido entre ricos e pobres o aumento do rendimento imediatamente resultante da nova procura efectiva.

Acresce ainda que, aumentando o emprego, o valor nominal da unidade de salário tende a aumentar; por outro lado, o valor da produção aumenta quando o emprego aumenta, ainda que a unidade de salário e os preços (expressos em unidades de salário) não variem; mas o aumento da

da produção seja acompanhado pelo aumento dos preços; 3.º — como os recursos não são plenamente substituíveis, a oferta de alguns bens torna-se inelástica apesar de continuar a haver recursos não utilizados, adequados para a produção de

---

produção é em regra acompanhado, no curto prazo, por uma fase de custos crescentes, que se repercutirão na subida dos preços.

Estas as três razões apontadas por Keynes para explicar que o aumento do emprego provoca o aumento da preferência pela liquidez (cfr. J. KEYNES, [1], 248/249). Se, perante um aumento do emprego (e da produção), se admitir uma subida do nível geral dos preços (em medida que dependerá em parte das funções físicas da oferta e em parte da tendência para aumentar o valor nominal da unidade de salário), é natural que se admita o aumento da procura de moeda pelo motivo-transacções (os compradores precisam de mais dinheiro para as transacções correntes). E, sendo assim, é claro que o aumento da oferta de moeda não pode exercer toda a sua influência sobre a taxa de juro e, portanto, sobre a procura efectiva.

Nas condições actuais, a curva da eficiência marginal do capital é muito mais baixa do que no séc. 19. E pode acontecer, por isso, que o objectivo de um nível razoável de emprego exija uma taxa de juro tão baixa que ela seja inaceitável para os detentores de riqueza, e que seja, por isso, praticamente impossível estabelecê-la através da manipulação da quantidade de moeda. Em situações de depressão prolongada e profunda, por exemplo, as expectativas dos empresários podem ser muito pessimistas. Tão pessimistas que podem traduzir-se em expectativas de lucros negativos. Nestas condições, não é possível, através da taxa de juro, incentivar o fluxo do investimento, porque a taxa de juro não pode baixar aquém de certo valor mínimo positivo (que pode ser superior à eficiência marginal do capital) e em caso nenhum pode apresentar valores negativos.

Por outro lado, a taxa de juro efectiva não pode baixar aquém de certo limite. Com efeito, além dos impostos sobre o rendimento, é necessário ter em conta: 1) o custo do serviço de pôr em contacto os emprestadores e os que pedem emprestado; 2) a remuneração que o prestador exige, além da *pure rate of interest*, em razão do risco. Por isso, mesmo que baixe a taxa de juro pura, pode não baixar na mesma medida a taxa de juro a pagar efectivamente por quem recorre ao crédito.

Acresce que, se a taxa de juro descer para níveis muito baixos, a preferência pela liquidez pode tornar-se virtualmente absoluta, i.é., as pessoas preferem manter a moeda como activo financeiro a comprarem títulos que rendem juros praticamente insignificantes. Nestas condições, são insignificantes as perdas por juros não cobrados em resultado da opção pela detenção da moeda em saldos líquidos. Por outro lado, se a taxa de juro está muito baixa, o natural é que ela venha a subir no futuro mais ou menos próximo;

outro tipo de bens <sup>(207)</sup>; 4.º – o valor nominal da unidade de salário tende a aumentar (embora porventura não tanto como o aumento dos preços dos bens-salário) antes de se atingir o pleno emprego, o que é facilitado pelo clima de prosperidade em que vivem as empresas; 5.º – as remunerações dos factores que entram no custo marginal não variam todas na mesma proporção.

A relação de causalidade acima referida depende, pois, de grande número de factores, complexos e variáveis. A análise do comportamento destes factores permite a Keynes concluir que só em circunstâncias muito excepcionais será concebível que um aumento da quantidade de moeda venha a traduzir-se em diminuição da procura efectiva. Sempre se verificará um aumento da procura efectiva que “corresponderá a e estará em equilíbrio com o aumento da quantidade de moeda” <sup>(208)</sup>.

A concluir o cap. XV da *General Theory* sobre os motivos da preferência pela liquidez, Keynes atribui a incapacidade explicativa da teoria quantitativa aos dois pressupostos em que

---

nesta perspectiva, os detentores de títulos sofreriam perdas de capital resultantes da baixa da cotação dos títulos.

Em suma: nas condições acabadas de enunciar, qualquer aumento da quantidade de moeda será absorvido pelo aumento da procura de moeda, não exercendo qualquer efeito sobre a taxa de juro.

<sup>(207)</sup> Como os recursos produtivos disponíveis não vão distribuir-se equilibradamente pelos vários sectores da actividade produtiva de acordo com as necessidades de cada um, o pleno emprego não será alcançado simultaneamente em todos os sectores. Em alguns deles, o aumento da produção gerará engarrafamentos que tornarão a respectiva oferta praticamente inelástica, com a conseqüente subida dos preços dos bens produzidos nesses sectores. Em tese geral, poderá dizer-se que, na óptica do curto prazo – a longo prazo podem ocorrer transformações estruturais que alteram a elasticidade da oferta –, um aumento moderado da procura efectiva em período de desemprego irá traduzir-se, fundamentalmente, em aumento do emprego e da produção; se o aumento da procura efectiva for brusco e muito elevado, poderá gerar, de imediato, engarrafamentos e subida dos preços. Cfr. J. KEYNES, [1], 300/301.

<sup>(208)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 299.

assenta: a situação permanente de pleno emprego e a inexistência de propensão ao entesouramento (i. é, a ausência da procura de moeda pelo motivo-especulação).

12.3. — Analisámos noutro ponto deste trabalho os esforços desenvolvidos por Keynes para pôr de pé uma teoria geral que vá além do “caso especial” do pleno emprego, para “construir um sistema económico em que o desemprego involuntário no sentido estrito da palavra seja possível” <sup>(209)</sup>.

Dissemos há pouco que, rompendo com a velha *dicotomia clássica*, Keynes afirma a não neutralidade da moeda, demonstrando a sua influência no sector real da economia. Para tanto, Keynes valoriza especialmente a análise do papel das variáveis *taxa de juro* e *nível de investimento*.

A taxa de juro, como observa Schumpeter, representa, na obra de Keynes, o papel do *mau da fita* <sup>(210)</sup>. Sendo a taxa de juro o preço da renúncia à liquidez, ela não pode assegurar a igualdade necessária entre o investimento e o aforro, garantindo que todo o aforro é necessariamente investido, como pressupunha a lei de Say e o ‘dogma’ do pleno emprego da teoria clássica. Como veremos a seguir, Keynes relaciona a procura de

<sup>(209)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 17.

<sup>(210)</sup> Cfr. J. SCHUMPETER, 1.273. Especialmente no final dos anos 30 e na década de 40, os discípulos de Keynes apontavam o aforro excessivo como uma das causas mais importantes da Grande Depressão. No imediato pós-guerra, alguns autores manifestaram o receio de que as consequências negativas do excesso de aforro se fizessem igualmente sentir. Entende-se que um aforro excessivo poderia traduzir-se em insuficiência da procura afectiva, pois, à medida que fossem diminuindo as necessidades de acumulação do capital, o aumento do aforro significaria diminuição do consumo sem garantias de compensação em termos de aumento do investimento. Estes receios ganhavam um relevo maior por se entender que o aforro tenderia a crescer mais rapidamente que o rendimento. Esta é a base das teses estagnacionistas (Joseph Steindl, v. g.): o aforro excessivo seria não só a origem das *flutuações cíclicas* mas também a origem da *estagnação secular*. Cfr. F. MODIGLIANI, [5], 297.

moeda com a taxa de juro, o que significa uma certa interdependência entre a oferta de moeda e a procura de moeda. Esta interdependência pode traduzir-se em um aumento da procura de moeda resultante de um aumento da oferta de moeda, circunstância que, como vimos atrás, vem pôr em causa a linearidade e a estabilidade da relação entre a quantidade de moeda e o nível da despesa agregada, ou seja, entre as variações da quantidade de moeda e as variações do nível do rendimento.

Vimos também há pouco que é através das variações que provocam nas taxas de juro que as variações da quantidade de moeda podem influenciar o investimento (e daí a despesa agregada, e daí o volume do emprego e da produção). Vimos igualmente as limitações que o próprio Keynes apontou à possibilidade de influenciar o investimento através da taxa de juro, o que se traduz, afinal, na redução da importância estratégica desta variável e da política monetária tal como Keynes a entendia (não baseada no controlo da quantidade de moeda, mas no controlo da taxa de juro).

Isto significa, em contrapartida, a afirmação da importância estratégica do investimento em toda a construção keynesiana, que parte das situações de "underemployment equilibrium" (as situações mais frequentes na vida económica) para a criação das condições de pleno emprego (situações tão raras como efémeras, na opinião de Keynes). Com efeito, a situação de pleno emprego exige que entre a propensão ao consumo e o incentivo ao investimento se verifique uma relação especial, que é, em certo sentido, um *optimum*. Nas palavras de Keynes, ela só pode verificar-se quando, "por razões fortuitas ou desejadas, o investimento corrente assegura um montante de despesa exactamente igual ao excesso do preço da oferta global da produção resultante do pleno emprego sobre o montante que a comunidade deseja gastar em consumo quando ela está

empregada em pleno”<sup>(211)</sup>. O investimento surge, assim, como o elemento decisivo da *procura efectiva*, num quadro teórico em que, ao invés do afirmado pela lei de Say, é a oferta que se adapta à procura: a procura é que cria a oferta, em vez de ser a oferta a criar a sua própria procura. Para Keynes, é a *procura efectiva* que comanda a oferta: o volume do emprego e da produção é determinado pelo volume das despesas que a comunidade está disposta a fazer em consumo e em investimento novo<sup>(212)</sup>.

A importância estratégica do investimento resulta da circunstância de um certo nível de emprego e de rendimento só poder manter-se caso se verifique um fluxo de investimento novo. O simples facto de se verificar um aumento do volume do emprego não é bastante para assegurar a manutenção do emprego a esse nível. É que do novo rendimento criado só uma parte vai ser gasta em bens de consumo. O equilíbrio do sistema exige, por isso, que a diferença seja coberta por uma despesa de investimento de igual montante. E como o equilíbrio entre as disposições dos investidores e as disposições dos aforradores não pode conseguir-se através da taxa de juro (Keynes sublinha que “a taxa de juro não é o ‘preço’ que conduz ao equilíbrio entre a procura de recursos para investir e a propensão para se abster do consumo imediato”), ele só pode conseguir-se graças a uma despesa autónoma de investimento.

12.4. — Num momento posterior do nosso trabalho estudaremos a função-consumo e a função-investimento no contexto do pensamento keynesiano. Sublinharemos agora a importância que o próprio Keynes atribui à função da procura de moeda (preferência pela liquidez) na sua construção de

<sup>(211)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 28.

<sup>(212)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 29/30.

uma teoria geral alternativa à teoria quantitativa e à lei de Say <sup>(213)</sup>.

Fisher e Marshall falaram do que, na terminologia keynesiana, poderemos considerar o motivo-transacções e o motivo-precaução que justificam a detenção de moeda. Mas, ao considerar a moeda *neutra* em relação ao sector real da economia, a teoria clássica reduzia a moeda à sua função de intermediário nas trocas, que as pessoas e as empresas só detêm para poderem gastar quando dela precisam para os seus pagamentos correntes. E, sendo esta a única utilidade da moeda, não fazia qualquer sentido a sua detenção em saldos líquidos como um *activo financeiro*, como uma das formas possíveis de riqueza.

A teoria clássica pressupunha uma economia walrasiana, de mercados perfeitos e perfeita flexibilidade de preços e salários, funcionando permanentemente nas condições de equilíbrio de pleno emprego e com total ausência de incerteza. Neste mundo pressupõe-se que a economia funciona como se fosse uma economia de troca directa (em que os bens se trocam por bens — em que “os bens compram bens” —, sendo a moeda simples intermediário), como uma economia em que “tudo está previsto desde o início”. Numa economia assim, não faz sentido atribuir à moeda qualquer função como *reserva de valor*, por não ser necessária a sua intervenção como “elemento de ligação entre o presente e o futuro”. “No mundo da economia clássica (...), porque é que alguém, fora de uma casa de doidos, há-de desejar utilizar a moeda como reserva de riqueza”, sabendo-se — observa Keynes <sup>(214)</sup> — que “uma característica

<sup>(213)</sup> Sublinhe-se que a quantidade de liquidez vem incluída entre os factores que Keynes enumera como aqueles que determinam o *fluxo de investimento novo*: “as condições físicas da oferta nas indústrias que produzem os bens de capital; o estado da previsão a longo prazo; a atitude psicológica no que se refere à liquidez; a quantidade de moeda (calculada de preferência em unidades de salário)” (cfr. J. KEYNES, [1], 248).

<sup>(214)</sup> Cfr. J. KEYNES, [2], 215/216.

reconhecida da moeda como reserva de riqueza é o facto de ela não dar qualquer rendimento, enquanto que praticamente todas as outras formas de detenção de riqueza proporcionam algum juro ou lucro?”.

Keynes acusa a teoria económica clássica de “tentar analisar o presente abstraindo do facto de que sabemos muito pouco acerca do futuro”. Daí a importância da *incerteza* na construção keynesiana, como veremos melhor em momento posterior deste trabalho. Mas, no “mundo real em que as nossas expectativas estão sujeitas a desapontamentos e em que as expectativas acerca do futuro afectam o que fazemos hoje”, no quadro de uma *economia monetária* em que a *incerteza* está presente, Keynes entende ser indispensável que a moeda possa desempenhar o seu papel essencial de “elemento de ligação entre o presente e o futuro”, funcionando como instrumento de *reserva de valor*. Nestas condições — escreve Keynes <sup>(215)</sup> —, “o nosso desejo de deter moeda como reserva de valor é um barómetro do grau da nossa desconfiança sobre os nossos próprios cálculos e convenções acerca do futuro. (...) A posse de moeda acalma a nossa inquietude [acerca do futuro]”.

Para que a moeda possa desempenhar esta sua função, Keynes entende que ela deve obedecer a dois requisitos funda-

<sup>(215)</sup> Cfr. J. KEYNES, [2], 216 (também [1], 293). Paul Davidson sublinha que a *desconfiança* e a *inquietude* são *estados de espírito* que não têm sentido num *mundo de certeza* em que todas as expectativas são realizadas (à moda de Walras e de Milton Friedman) e defende que estas considerações de Keynes devem ser entendidas no sentido de um reforço da importância do motivo-precaução enquanto fundamento da procura de moeda como reserva de valor. O motivo-precaução seria mesmo mais relevante que o motivo-especulação, o que transformaria numa perversão das ideias de Keynes acerca da preferência pela liquidez a tese de Friedman que considera como elemento-chave do sistema keynesiano a ênfase supostamente posta por Keynes nas situações de *preferência pela liquidez absoluta*, i.é, nas situações em que a procura de moeda pelo motivo-especulação é infinitamente elástica em relação à taxa de juro. Cfr. *infra*, nota 227 e P. DAVIDSON, 872, 874, 880.



mentais: 1.º elasticidade de produção igual a zero ou muito reduzida, quer a curto prazo quer a longo prazo; 2.º elasticidade de substituição igual a zero. O que significam estas duas elasticidades? <sup>(216)</sup>.

A *elasticidade de produção igual a* (ou *próxima de*) *zero* significa que o facto de aumentar a procura de moeda por motivos relacionados com a incerteza acerca do futuro não se traduz em qualquer incentivo que leve os empresários a desviar maior quantidade de elementos produtivos (nomeadamente trabalhadores) com vista a aumentar a produção de moeda. A moeda não pode produzir-se ou fabricar-se como os cereais ou os automóveis. Ao contrário do que se passaria com estes bens, não é fácil que uma quantidade maior de mão-de-obra seja desviada para a produção de moeda (ouro) sempre que os preços em moeda das outras formas de riqueza tendessem a baixar, aumentando o valor da moeda.

A *elasticidade de substituição igual a* (ou *próxima de*) *zero* significa que é nula ou insignificante a possibilidade de substituir a moeda por outros activos que apresentam uma elevada elasticidade de produção, nas situações em que o aumento da procura de moeda como reserva de valor provoca o aumento do 'preço' da moeda.

12.5. — Desta forma, Keynes vem realçar o papel da moeda enquanto *reserva de valor*, enquanto *poder de compra universal*, justificando assim que as pessoas e as empresas possam *desejar* conservar a moeda em saldos líquidos, como *activo finan-*

<sup>(216)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 229-236. Estas duas características são indispensáveis — explica J. KEYNES, [1], 241 — para que a moeda goze do atributo da *liquidez*. Esta não se verificaria se a oferta de uma forma de riqueza pudesse ser facilmente aumentada ou se o desejo de que ela é objecto pudesse ser facilmente afastado por uma variação do seu preço relativo. Daí o risco de a moeda poder ela própria perder aquele atributo quando se esperam fortes variações da sua oferta.

ceiro, por motivos que não têm a ver com o objectivo de facilitar as transacções ou de aproveitar uma boa oportunidade. A procura de moeda pode também justificar-se pelo *motivo-especulação*.

Vejamos. Segundo Keynes, para que as pessoas possam satisfazer plenamente as suas *preferências temporais psicológicas* (“psychological time-preferences”) têm que tomar dois tipos de decisões:

a) em primeiro lugar, decidir *qual a parte* do rendimento que vão consumir imediatamente e qual a parte que vão guardar “sob a forma de um direito *qualquer* a um consumo futuro”;

b) em segundo lugar, decidir *qual a forma* sob a qual vão conservar a parte do rendimento não consumida (vão manter essa riqueza sob a forma líquida, em saldos monetários que representam um *imediato* poder de compra universal, ou vão abdicar durante algum tempo desta *liquidez* que só a moeda garante?).

Quanto a esta segunda decisão, tudo depende do “grau de preferência pela liquidez”. E Keynes dá a noção: “a preferência pela liquidez de um indivíduo é dada pela curva que representa o montante dos seus recursos que ele deseja conservar sob a forma de moeda em diferentes circunstâncias” <sup>(217)</sup>.

A questão que se coloca a seguir é a de saber que razões podem justificar a preferência pela liquidez (i. é, a procura de moeda). No que toca ao uso da moeda com vista às transacções comerciais correntes, é óbvio que as vantagens da liquidez justificam o sacrifício de um determinado juro. No que concerne ao uso da moeda como forma de conservação da riqueza, duas condições podem justificar a sua preferência relativa-

<sup>(217)</sup> Cf. J. KEYNES, [1], 166.

mente a uma forma alternativa de detenção de riqueza <sup>(218)</sup>: a primeira é a existência de incertezas quanto à evolução da taxa de juro (i. é, “quanto às gamas das taxas de juro a diferentes prazos destinadas a prevalecer em datas futuras”); a segunda é a existência de incertezas quanto ao futuro da taxa de juro quando existe um mercado organizado onde se negociam os títulos.

Keynes pode agora enunciar os três motivos de preferência pela liquidez: motivo-transacções, motivo-precaução e motivo-especulação <sup>(219)</sup>. O primeiro visa a realização corrente das trocas pessoais e comerciais, preenchendo o intervalo de tempo entre o momento em que se recebe o rendimento (ou a receita) e aquele em que ele se gasta <sup>(220)</sup>; o segundo visa evi-

<sup>(218)</sup> Keynes refere dois tipos de activos: *money* e *debts*. Ainda quando não se considere como moeda apenas a riqueza que representa um *poder liberatório imediato* (Keynes inclui na moeda os depósitos a prazo nos bancos), os *debts* (títulos representativos da dívida da entidade emitente, que dão direito a uma taxa de juro certa) representam sempre formas de renúncia à liquidez por prazos mais longos. Cfr. J. KEYNES, [1], 167, nota.

<sup>(219)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 168-171 e 195-205.

<sup>(220)</sup> Dentro do motivo-transacções, Keynes distingue o *motivo-rendimento* e o *motivo-negócios*. O primeiro tem que ver com a necessidade de as pessoas ultrapassarem as dificuldades decorrentes da existência de intervalos de tempo entre a recepção dos rendimentos (de semana a semana, de mês a mês) e a realização (diária) das despesas; depende principalmente do montante do rendimento e da extensão normal daquele intervalo de tempo (Keynes faz intervir aqui o conceito de *velocidade-rendimento da moeda*). O segundo relaciona-se com a necessidade das empresas de disporem de meios de pagamento no período que decorre entre o momento em que começam as suas despesas e o momento em que recebem o produto da venda dos seus bens; depende fundamentalmente do volume da produção corrente (i.é, do rendimento corrente) e do número de mãos pelas quais ela passa. Cfr. J. KEYNES, [1], 195/196.

J. TOBIN, [1], ao mostrar que a procura de moeda pelo motivo-transacções é sensível à taxa de juro, apontou a existência de *custos de transacção* elevados como justificação da detenção de moeda em saldos líquidos com o objectivo de poder realizar os pagamentos à medida que eles têm de ser efectuados. Se fosse fácil, rápida e sem custos a conversão em moeda de activos financeiros que dão um qualquer rendimento, cada vez que temos

tar os riscos da variação do valor monetário futuro de uma certa proporção dos recursos totais actuais, correspondendo ao desejo de responder a eventualidades que obrigam a despesas inesperadas, à esperança de aproveitar ocasiões imprevistas para fazer compras vantajosas, ou ao desejo de conservar uma riqueza de valor monetário imutável para cumprimento de uma obrigação futura estipulada em moeda; o terceiro visa permitir obter ganhos do facto de conhecermos melhor que o mercado o que nos reserva o futuro.

A quantidade de moeda detida pelos motivos transacções e precaução ( $M_1$ ) depende principalmente do nível do rendimento; a quantidade de moeda detida pelo motivo-especulação ( $M_2$ ) depende principalmente da relação entre a taxa de juro corrente e o estado da previsão (i. é, as expectativas acerca da taxa de juro) <sup>(221)</sup>.

de efectuar um pagamento, ninguém deteria moeda em caixa pelo motivo-transacções. Os *custos de transacção* elevados (superiores ao rendimento das formas não monetárias de detenção de riqueza) é que explicam a preferência pela moeda, apesar de esta não proporcionar qualquer rendimento.

<sup>(221)</sup> Keynes põe em relevo a inexistência de uma relação quantitativa definida entre um certo montante  $M_2$  e um certo valor da taxa de juro, dada a *incerteza* acerca das variações futuras da taxa de juro. Por isso é que, mais do que o *nível absoluto* da taxa de juro, interessa a diferença entre este nível e aquele que, tendo em conta os cálculos de probabilidades em que nos apoiamos, surgir como um nível razoavelmente seguro da taxa de juro. De todo o modo, Keynes defende que, dado um certo estado da previsão, uma baixa do nível da taxa de juro provoca normalmente um aumento de  $M_2$  (cfr. J. KEYNES, [1], 201/202).

Keynes faz ainda outra especificação: na sua análise considera como independentes uma da outra a quantidade de moeda detida pelos motivos transacções e precaução e a quantidade de moeda detida pelo motivo-especulação, por entender que eles são *em larga medida* independentes embora não inteiramente independentes (Cfr. J. KEYNES, [1], 199).

Milton Friedman defende, no entanto, que, ao centrarem a análise na óptica de curto prazo, Keynes e os seus seguidores — com excepção de Tobin — consideram, na prática,  $M_2$  como função da taxa de juro corrente, falando das expectativas apenas para fundamentar a qualificação que fazem da procura de moeda como instável (cfr. M. FRIEDMAN, [20], 438 e [26], 213).

Como novidade, surge a procura de moeda pelo motivo-especulação, a tendência do público para, sendo dado o estado da previsão, deter mais moeda em saldos líquidos do que a necessária pelos motivos transacções e precaução <sup>(222)</sup>. É esta procura de saldos líquidos com vista à especulação no mercado de títulos que estabelece a ligação entre a procura de moeda e a taxa de juro.

Acompanhemos o raciocínio de Keynes. As pessoas têm, em regra, uma ideia acerca do que consideram uma taxa de juro *normal*. Tendo em conta esta ideia, uma taxa de juro elevada tende a encorajar a aquisição de títulos e a desencorajar a procura de moeda para especulação futura no mercado de títulos.

Por um lado, porque são elevados os custos de oportunidade da detenção de moeda (são relevantes as perdas por juros não recebidos); por outro lado, porque não é de esperar um futuro aumento da taxa de juro e consequente baixa das cotações dos títulos (é, pois, reduzido o risco de perdas de capital por parte dos detentores de títulos). Ao invés, uma taxa de juro baixa (e elevadas cotações dos títulos) levará as pessoas a alimentar a expectativa de uma subida no futuro, com a consequente baixa das cotações dos títulos: as pessoas optarão, por isso, por desfazer-se dos títulos, preferindo conservar a moeda em saldos líquidos. Dentro da mesma lógica, a diminuição da taxa de juro actual aumenta o risco de perdas de capital na medida em que aumenta a probabilidade de uma subida posterior da taxa de juro e consequente baixa das cotações dos títulos: as pessoas optarão, pois, por vender títulos, conservando o produto da venda em saldos líquidos.

A importância particular deste motivo-especulação na função da procura de moeda é sublinhada por Keynes quando realça que é através dele que os efeitos de uma variação da

---

<sup>(222)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 205.

quantidade de moeda se fazem sentir no sistema económico, o que significa que é através dele que as autoridades monetárias — com as limitações atrás referidas — podem tentar influenciar as grandezas da economia. É através dele que a moeda é introduzida na cadeia de relações causais de uma teoria monetária da produção e do emprego. Isto porque, nas palavras de Keynes, “existe uma relação contínua entre as variações da quantidade de moeda para satisfazer o motivo-especulação e as variações da taxa de juro tal como elas resultam das variações das cotações dos títulos da dívida pública e das obrigações a termos diversos. Na verdade — conclui Keynes <sup>(223)</sup> —, se não fosse assim, as operações de *open market* seriam impraticáveis”.

12.6. — No quadro da versão clássica da equação das trocas, a procura de moeda era entendida como a quantidade de moeda que as pessoas e as empresas detêm para poderem efectuar os pagamentos das transacções que realizam (teoria da *procura-transacções de moeda*). A procura de moeda representaria sempre uma percentagem bastante estável do rendimento nominal.

Keynes trouxe uma nova perspectiva acerca do conceito e do papel da moeda, ampliou o âmbito da procura de moeda com a introdução do motivo-especulação e veio integrar a taxa de juro na função da procura de moeda. Estas inovações vieram alterar o entendimento da procura de moeda. Na síntese do próprio Keynes, “podemos admitir que uma variação de  $M$  (quantidade de moeda) produz o seu efeito fazendo variar  $r$  (taxa de juro); e uma variação de  $r$  conduz a um equilíbrio novo, por um lado modificando  $M_2$  e, por outro lado, modificando  $R$  (rendimento) e, consequentemente,  $M_1$ ” <sup>(224)</sup>.

<sup>(223)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 196/197 (cfr. também págs. 172 e 207-209).

<sup>(224)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 200/201.

Keynes considera a relação entre  $R$  e  $M_1$  como a *velocidade-rendimento da moeda* ( $V$ ) e sustenta não haver nenhuma razão que obrigue a considerar  $V$  como constante. Admite, porém, que, numa óptica de curto prazo, não será erro grave considerar  $V$  como constante, porque não variarão significativamente, a curto prazo, os factores de que depende  $V$  (a natureza da organização bancária e industrial; os hábitos sociais; a repartição do rendimento entre as diferentes classes; o custo efectivo da detenção de moeda inactiva).

As coisas complicam-se, porém, no que toca à procura de moeda pelo motivo-especulação. É que esta depende não só da taxa de juro corrente mas também da *incerteza* acerca das variações futuras da taxa de juro. E, como já vimos, Keynes sustenta que, “dado um certo estado da previsão, uma baixa de  $r$  [consequente ao aumento da quantidade de moeda em circulação] é acompanhada de um aumento de  $M_2$ ” (225). O facto de  $M_1$  variar em função da taxa de juro e, indirectamente, em função de variações da oferta de moeda, explica, nos termos que vimos acima, a instabilidade da função da procura de moeda e a complexidade da relação, no curto prazo e no médio prazo, entre a variação da oferta de moeda e a variação do nível do emprego e da produção em condições de desemprego, tal como ela resulta da análise keynesiana (226).

(225) Cfr. J. KEYNES, [1], 201/202.

(226) Esta posição de Keynes sairia reforçada de trabalhos posteriores que, no plano teórico, mostram que a procura de moeda pelo motivo-transacções não depende apenas do nível do rendimento (como pensava Fisher e o próprio Keynes, embora este referisse — [1], 199 — que ela depende *principalmente* do nível do rendimento) mas é também sensível às variações da taxa de juro. Fisher considerava a taxa de juro um dos factores que influenciam os *hábitos de pagamento* das pessoas e, portanto, um dos factores que podem influenciar a procura de moeda. Mas, tal como os *hábitos* só variam numa perspectiva de longo prazo, a procura de moeda também só a longo prazo poderia ver afectada a sua estabilidade de curto e de médio prazos. Keynes, como já vimos, defendeu também que, em período curto,

Mas é claro que esta interdependência entre a oferta e a procura de moeda vem esvaziar a relação causal inscrita na teoria quantitativa clássica: uma variação da quantidade de moeda provoca uma variação directamente proporcional do nível dos preços. Com efeito, se um aumento da oferta de moeda ( $M$ ) provoca um aumento da procura de moeda, isto significa que  $V$  (o inverso da procura de moeda) deixa de ser estável e pode variar em sentido inverso ao de  $M$ . Numa situação limite, a procura de moeda pode aumentar na exacta medida da oferta de moeda, o que equivale a dizer que a diminuição de  $V$  anula o aumento de  $M$ : o braço esquerdo da equação das trocas ( $MV$ ) mantém-se inalterado, não podendo transmitir qualquer efeito ao braço direito da equação ( $PQ$ ) <sup>(227)</sup>.

não seriam de esperar *alterações materiais* ("material change") dos factores susceptíveis de influenciar  $V$  (que, por isso, poderia considerar-se razoavelmente constante a curto prazo). Graças aos trabalhos de Alvin HANSEN (1949), W. J. BAUMOL (1952) e James TOBIN (1956 e 1958), consolidou-se a ideia da elasticidade-juro da procura de moeda pelo motivo-transacções, mesmo no curto prazo. Em primeiro lugar, porque a variação da taxa de juro significa a variação em sentido inverso do custo de oportunidade da detenção de moeda em saldos líquidos (e quanto maior for esse custo de oportunidade menor será a quantidade de moeda detida em média pelo motivo-transacções). Em segundo lugar, porque a normal aversão ao risco reforça também a relação inversa entre a taxa de juro e a procura de moeda. Para mais desenvolvimentos, cfr. H. JOHNSON, [2], 30/31; R. SELDEN, 451; G. AKERLOFF, 220/221; G. SHAW, [2], 51.

<sup>(227)</sup> Esta situação limite (em que a preferência pela liquidez se torna virtualmente absoluta) foi considerada por Keynes irrelevante no passado, embora admitisse que poderia adquirir importância prática no futuro (cfr. J. KEYNES, [1], 207). No entanto, alguns seguidores de Keynes consideram que situações do tipo *liquidity trap* (que Keynes qualifica de "absolute liquidity preference") foram frequentes durante a crise dos anos trinta: perante baixíssimas taxas de juro, a procura de moeda apresentava-se infinitamente elástica (cfr. F. MODIGLIANI, [4], 12). E foi exactamente por influência dos trabalhos de Hicks, Modigliani e Hansen que este caso limite começou a surgir como situação-regra na 'teoria keynesiana' (cfr. D. PATINKIN, [2], 349 e [8], 900/901).

Milton Friedman considera, no entanto — cfr. [19], 438/439 e [25], 206 e 215 —, como "elemento fundamental" da teoria de Keynes o seu



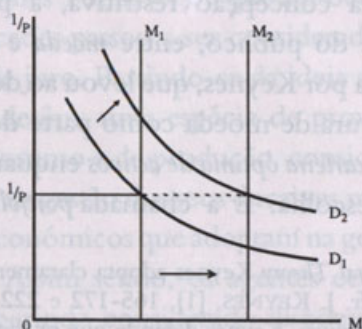
entendimento de que a taxa de juro se encontrava com frequência não muito acima do nível em que a preferência pela liquidez se torna absoluta, o que o levava a considerar  $V$  altamente instável, como se o seu comportamento fosse, na prática, frequentemente próximo do que corresponde ao caso limite da preferência pela liquidez infinitamente elástica. E defende que alguns seguidores de Keynes foram mais longe do que ele, quer considerando frequentes estas situações de preferência pela liquidez absoluta, quer desvalorizando a influência da taxa de juro sobre as decisões de consumo e de investimento. Em última instância, as variações da oferta de moeda ( $M$ ) limitar-se-iam a provocar alterações da taxa de juro cuja influência se traduziria tão só em, por sua vez, provocar variações de  $V$  que compensariam por inteiro as variações de  $M$ , deixando inalterados quer o nível dos preços quer o nível do rendimento.

Tanto Paul DAVIDSON (cfr. *supra*, nota 215) como D. Patinkin contestam a identificação da teoria de Keynes com a *liquidity trap* (cfr. D. PATINKIN, [2], 349-355). Patinkin 'acusa' mesmo Friedman de invocar em abono do seu ponto de vista a análise de Leijonhufvud, quando é certo que este expressamente defende que a noção de *liquidity trap* é anti-keynesiana, rejeitando as interpretações de Keynes baseadas nesse conceito (cfr. D. PATINKIN, [8], 900/901).

Em resposta aos seus críticos, Milton Friedman sustenta que cada vez se consolida mais a sua ideia de que a situação de *preferência absoluta pela liquidez* (ou *alçapão da liquidez*) ocupa um lugar fundamental na teoria de Keynes, invocando neste sentido uma série de citações da *General Theory* (cfr. M. FRIEDMAN [27], 945/946 e 923 ss). Quanto à 'acusação' atrás referida de Patinkin, Friedman reconhece que a sua análise deve muito ao trabalho de Leijonhufvud, mas isso não significa concordância entre as conclusões de um e de outro, acreditando ele (M. F.) que a "penetrante análise" de Leijonhufvud "justifica uma conclusão, acerca do papel da preferência absoluta pela liquidez no sistema de Keynes, diferente da que extrai Leijonhufvud [que ela não desempenha qualquer papel importante]" (cfr. M. FRIEDMAN, [27], 949).

De todo o modo, o importante para Milton Friedman é deixar claro que, na sua óptica, "os desafios postos à teoria quantitativa pela análise keynesiana são claramente empíricos e não teóricos" (cfr. M. FRIEDMAN, [19], 439). É um facto que a quantidade de moeda procurada é primariamente uma função do rendimento corrente e da taxa de juro de títulos de rendimento fixo? É um facto que a quantidade procurada de moeda é

Este caso limite pode representar-se graficamente, figurando a objecção keynesiana à teoria quantitativa tradicional <sup>(228)</sup>.



1/P – Valor da moeda; M – Quantidade de moeda

Dada a interdependência das funções da oferta e da procura de moeda, o aumento da oferta de moeda, de  $M_1$  para  $M_2$  traduz-se na deslocação da curva da procura de moeda para cima e para a direita (de  $D_1$  para  $D_2$ ), em termos tais que o aumento de  $M$  foi inteiramente absorvido por  $D$ , deixando inalterado o nível geral dos preços e, portanto, o valor da moeda.

12.7. – A teoria monetária de Keynes assenta na valorização da função da moeda como reserva de valor e no entendimento da moeda como activo, como forma de detenção de riqueza. Keynes considerou a compra de títulos (*debts*) como a única alternativa à detenção de moeda em saldos líquidos enquanto forma de detenção de riqueza (excluindo, v. g., os bens duradouros, que podem guardar-se com vista à sua venda

altamente elástica relativamente à taxa de juro de tais títulos a uma taxa de juro baixa mas finita? É um facto que as despesas são altamente inelásticas relativamente a tal taxa de juro? É um facto que a velocidade de circulação da moeda é uma grandeza altamente instável e imprevisível, que varia geralmente em sentido oposto ao da quantidade de moeda?

<sup>(228)</sup> Cfr. G. SHAW, [2], 51.

em momento posterior, quando os respectivos preços tiverem subido).

Apesar desta concepção restritiva, a possibilidade de escolha, por parte do público, entre *moeda* e *títulos*, foi uma perspectiva aberta por Keynes, que levou ao desenvolvimento da teoria da procura de moeda como parte de uma teoria da escolha de uma *carteira ótima de activos* enquanto aplicação da teoria geral da escolha. É a chamada *portfolio approach* <sup>(229)</sup>.

<sup>(229)</sup> Na *General Theory* Keynes adopta claramente a lógica de um *optimum portfolio* (cfr. J. KEYNES, [1], 165-172 e 222-229). Partindo da noção de *liquidity premium*, Keynes defende que os detentores de riqueza ajustarão as suas carteiras de activos até que sejam iguais os rendimentos líquidos (Keynes chama-lhes "taxa de juro") marginais de todos os activos, traduzindo-se o equilíbrio no facto de não haver qualquer vantagem em possuir um deles em vez de qualquer dos outros (é de salientar que, no exemplo dado, Keynes considera como activos, a par da moeda, não só os *títulos*, mas também as *casas*). Por rendimento líquido ("taxa de juro" de cada activo) entende Keynes o resultado da soma algébrica do prémio de liquidez + despesas de conservação + rendimento bruto (cfr. J. KEYNES, [1], 225-229).

Don Patinkin sustenta que é a aplicação sistemática desta *portfolio approach* que distingue a teoria monetária de Keynes da análise da escola de Cambridge. É a tese defendida em D. PATINKIN, [7], artigo em que Patinkin procura mostrar que não tem fundamento a tentativa (de M. Friedman, v. g.) de desvalorizar a teoria monetária de Keynes, considerando-a não uma *teoria nova* mas apenas uma simples variante da *cash-balances approach* de Cambridge (no mesmo sentido, cfr. também D. PATINKIN, [8], 886/887).

Don Patinkin considera, aliás (D. PATINKIN, [8], 255/256), que pertence a Milton Friedman ([7]) "a mais elegante e sofisticada afirmação da moderna teoria monetária keynesiana", contribuição que Patinkin insere na sequência dos trabalhos que deram consistência à teoria da *portfolio choice*, desde Keynes (*Treatise on Money*, 1930), até Hicks (1935), Keynes (*General Theory*, 1936), Makower e Marschack (1938), Modigliani (1944), Joan Robinson (1951), H. Markowitz (1952), R. Kahn (1954) e J. Tobin (1955).

Alguns autores (v. g., SHERMAN/EVANS, 100/101) consideram que cabe a James Tobin ([1]) o mérito da primeira exposição moderna da *portfolio theory*. E, na óptica de Tobin, o *optimum portfolio* é conseguido, por cada detentor de riqueza, através da combinação risco-rendimento que *maximize a sua utilidade*, tendo em conta a diferente aversão ao risco de cada detentor de uma carteira de activos.



Vimos há pouco que foi sobretudo a partir dos anos 50-60 — fundamentalmente na sequência de trabalhos de W. J. Baumol e de James Tobin <sup>(230)</sup> — que a procura de moeda pelo motivo-transacções passou a ser considerada elástica relativamente à taxa de juro. Partindo-se da ideia de que a moeda é, para os que a detêm, uma espécie de provisão utilizável no processo de consumo e de produção, considera-se que as pessoas adoptarão na gestão dos seus encaixes monetários os mesmos critérios económicos que adoptam na gestão dos seus estoques de bens. Assim sendo, os agentes económicos que no início de um período considerado dispõem de um determinado montante de moeda para utilizar em transacções de modo uniforme ao longo de todo o período podem perfeitamente investir, até à altura em que precisarem deles, os fundos que em certo momento estão ociosos, obtendo deste modo um juro. Logicamente, portanto, as pessoas deterão em saldos líquidos um montante que há-de variar na razão inversa da taxa de juro. Assim se chegava, no âmbito do pensamento keynesiano, a uma concepção unitária da procura de moeda, que se admite variar, globalmente, em função do rendimento e da taxa de juro.

Graças sobretudo aos trabalhos de James Tobin, superou-se igualmente a ideia — implícita em Keynes, na medida em que considerava apenas uma única taxa de juro — de considerar somente os dois tipos de activos financeiros acima referidos.

Desagregando-se e diversificando-se os vários títulos diferentes da moeda, elaborou-se uma teoria geral da escolha

---

Para uma análise dos vários caminhos abertos na teoria económica posterior a Keynes acerca da problemática do processo de transmissão da política monetária, cfr. também Y. C. PARK e VANE/THOMPSON, 11-13 e 33-47.

<sup>(230)</sup> Cfr. W. BAUMOL e J. TOBIN, [1], [2] e [3].

de títulos, cuja procura se considera dependente das respectivas taxas de rendimento. Assim se abria caminho para que a explicação do mecanismo de transmissão mediante o qual as variações da oferta de moeda provocam variações do nível da produção e do rendimento passasse a fazer-se com base na teoria do *portfolio adjustment process* (uma complexa sequência de substituições, nas carteiras dos detentores de riqueza, entre activos financeiros e activos reais).

Esta teoria parte do princípio de que todos os activos asseguram uma determinada taxa de rendimento aos seus titulares, quer se trate de empresas, de acções ou de obrigações, de moeda ou de bens de consumo duradouros detidos pelos consumidores (v. g. o automóvel familiar, os utensílios e equipamentos domésticos) <sup>(231)</sup>.

Nestes termos, se as autoridades monetárias resolvem aumentar a oferta de moeda mediante a compra de títulos no mercado livre, assistir-se-á à subida das cotações desses títulos e à consequente baixa da sua taxa de rendimento, o que leva as pessoas a substituir esses títulos por outras formas de detenção de riqueza cuja taxa de rendimento se mantenha inalterada. Inicia-se assim um processo de ajustamentos sucessivos que prosseguirá até que, perante os rendimentos relativos dos vários activos, as pessoas tenham a sua carteira constituída por moeda e por outros activos, distribuídos de modo a maximizar a utilidade. Assim se qualifica a posição de equilíbrio da carteira (*portfolio equilibrium*), que se atinge quando deixa de ser possível aumentar a sua utilidade através de diferentes composições da carteira.

Admitindo que as pessoas são sensíveis às variações dos rendimentos relativos dos vários activos, é natural que, perante

<sup>(231)</sup> Cfr. J. TOBIN, [6].

a baixa generalizada das taxas de rendimento dos activos financeiros resultante da primeira fase de ajustamento das carteiras, os titulares de riqueza comecem a substituir activos financeiros por activos reais (bens de capital e bens de consumo duradouros) logo que os rendimentos relativos destes se tenham tornado mais atraentes.

Este *portfolio adjustment process* explicaria, pois, como é que — na perspectiva dos neokeynesianos — um aumento da oferta de moeda pode traduzir-se, por via indirecta, num aumento da procura de activos reais (bens de capital e bens de consumo duradouros) e, conseqüentemente, num aumento da produção e do rendimento, tanto mais que a compra de títulos pelas autoridades monetárias aumentará os fundos disponíveis para concessão de empréstimos por parte do sistema bancário, o que se traduzirá na baixa das taxas de juro, susceptível de incentivar novos investimentos.

### 13. — Milton Friedman e a reformulação da teoria quantitativa.

13. — “Keynes apresentou uma teoria da produção agregada e do emprego, e isso — escreve Meghnad Desai<sup>(232)</sup> — alterou a natureza e o objecto da teoria monetária”. A tentativa de Milton Friedman de reformular a teoria quantitativa da moeda não poderia, evidentemente, ignorar o ambiente novo criado, no plano teórico e no plano das políticas, pela vitoriosa “revolução keynesiana”. Os trabalhos de Friedman surgem exactamente como *contra-revolução*, que vai buscar as suas raízes à “tradição oral de Chicago” dos anos trinta e quarenta, “uma perspectiva teórica que insistia em que a moeda é importante, em que qualquer interpretação dos movimentos de curto prazo

(232) Cfr. M. DESAI, [2], 60.

da actividade económica é provavelmente bastante inadequada se desvalorizar as alterações monetárias e suas repercussões e se deixar sem explicação o facto de as pessoas desejarem deter uma certa quantidade nominal de moeda existente” (233).

(233) Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 51/52. Esta ligação à *Chicago tradition* dos anos 30 e 40 tem sido um dos muitos pontos à volta dos quais se vem travando a polémica desencadeada pelos trabalhos de Milton Friedman. Segundo ele, Chicago foi então um dos poucos centros académicos onde os estudantes continuaram a estudar a teoria monetária e a escrever teses sobre problemas monetários. Em Chicago, H. Simons, L. Mints, F. Knight e J. Viner pensaram e desenvolveram — segundo M. FRIEDMAN, [7], 51/52 — “uma versão mais subtil e relevante da teoria quantitativa, relacionando-a com e integrando-a em a teoria geral dos preços e tornando-a um instrumento flexível e sensível para interpretar os movimentos da actividade económica agregada e para desenvolver relevantes prescrições de política”. “A tradição de Chicago — esclarece Milton Friedman — não foi um sistema rígido, uma ortodoxia imutável, mas um modo de olhar as coisas. Foi uma perspectiva teórica que insistiu em que a moeda é importante, em que laborará provavelmente em erro qualquer interpretação dos movimentos de curto prazo da actividade económica que negligencie as alterações monetárias e suas repercussões e que deixe sem explicação o facto de as pessoas desejarem deter uma certa quantidade nominal da moeda existente”.

Don Patinkin tem sido o maior crítico desta tese friedmaniana acerca da existência da referida “Chicago tradition” (cfr. D. PATINKIN, [5], [7], [8] e [10]), empenhado como está em mostrar: que os quadros teóricos de Milton Friedman (tal como este os expõe fundamentalmente em M. FRIEDMAN, [7] e [25]) são um desenvolvimento da teoria keynesiana da preferência pela liquidez com algumas contribuições específicas (cfr. D. PATINKIN, [8], 884-886); que, empiricamente, a procura de moeda é relativamente inelástica em relação à taxa de juro; que não são relevantes — ao contrário do que, na interpretação de Friedman, é ponto fundamental da construção keynesiana — as situações em que a procura de moeda se torna infinitamente elástica (ou próxima disso) relativamente à taxa de juro (cfr. D. PATINKIN, [5], 255/256).

Não saíam diminuídos os méritos de Friedman — observa Don Patinkin — se ele reconhecesse que a sua teoria da procura de moeda corresponde, basicamente, ao quadro analítico da preferência pela liquidez keynesiana da qual é uma versão adaptada do tipo *portfolio approach*. O que ele censura é a sua persistente recusa em reconhecer isto mesmo (D. PATINKIN, [8], 886/887), a ponto de insinuar um certo malabarismo de Milton Friedman, que em 1956 invoca a sua inserção da tradição oral de